

UNIVERZITET U SARAJEVU

EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

**MANIPULACIJA TRŽIŠTEM, FINANSIJSKI NADZOR I ZAŠTITA
INVESTITORA**

Sarajevo, januar 2024.

AZRA LJAJIĆ

POSVETA

Sva hvala i zahvala pripada Milostivom Gospodaru, na svakom stanju, uspjehu i blagodati. Nakon toga hvala mojim roditeljima, suprugu, braći i prijateljima. Posebnu zahvalnost dugujem svojim roditeljima, koji su bili i ostali moj oslonac, podrška, motivacija tokom mog života, a posebno akademskog puta. Hvala vam na neizmjerljivoj ljubavi i milosti koju ste mi pružili. Ovaj rad je posvećen mojim roditeljima, kao znak zahvalnosti za sve što su učinili za mene. Hvala mom mentoru na smjernicama, strpljenju, i trudu tokom izrade rada. Hvala svim profesorima koji su svojim predanim radom i stručnošću prenijeli svoje znanje. Također, želim izraziti iskrenu zahvalnost prema svakome za svaki vid podrške koju sam dobila.

U skladu sa članom 54. Pravila studiranja za I, II ciklus studija, integrisani, stručni i specijalistički studij na Univerzitetu u Sarajevu, daje se

IZJAVA O AUTENTIČNOSTI RADA

Ja, Azra Ljajić, studentica drugog (II) ciklusa studija, broj index-a 4619-72505 na programu Finansijski menadžment, smjer Finansijski menadžment, izjavljujem da sam završni rad na temu:

MANIPULACIJA TRŽIŠTEM, FINANSIJSKI NADZOR I ZAŠTITA INVESTITORA

pod mentorstvom prof. dr. Džafer Alibegović izradila samostalno i da se zasniva na rezultatima mog vlastitog istraživanja. Rad ne sadrži prethodno objavljene ili neobjavljene materijale drugih autora, osim onih koji su priznati navođenjem literature i drugih izvora informacija uključujući i alate umjetne inteligencije.

Ovom izjavom potvrđujem da sam za potrebe arhiviranja predala elektronsku verziju rada koja je istovjetna štampanoj verziji završnog rada.

Dozvoljavam objavu ličnih podataka vezanih za završetak studija (ime, prezime, datum i mjesto rođenja, datum odbrane rada, naslov rada) na web stranici i u publikacijama Univerziteta u Sarajevu i Ekonomskog fakulteta.

U skladu sa članom 34. 45. i 46. Zakona o autorskom i srodnim pravima (Službeni glasnik BiH, 63/10) dozvoljavam da gore navedeni završni rad bude trajno pohranjen u Institucionalnom repozitoriju Univerziteta u Sarajevu i Ekonomskog fakulteta i da javno bude dostupan svima.

Sarajevo, 11.01. 2024.

Potpis studentice:

SAŽETAK

Finansijsko tržište je ključni faktor koji direktno utiče na ekonomsku stabilnost jedne zemlje ili sistema. Finansijski sistem jedne države je sačinjen od finansijskih institucija i finansijskih instrumenata. Nestabilnost bilo kojeg od elemenata dovodi do disbalansa finansijskog sistema, koji značajno utiče na cjelokupnu ekonomiju jedne zemlje, kao i njene finansijske stabilnosti.

Razvijeno finansijsko tržište poboljšava ekonomsku moć jedne zemlje. Da bi finansijska tržišta bila likvidna i efikasna neophodno je povjerenje učesnika i javnosti u funkcionisanje istih. Ali, nerijetko se javljaju slučajevi gdje grupe ili pojedinci, poneseni ličnim interesom i željom za velikom i brzom zaradom, krše zakone, te direktno doprinose stvaranju raznih prevara kao što su tržišne manipulacije i trgovanje na temelju povlaštenih informacija. Fokus ovog rada će biti na tome da se ukažu oblasti na kojima je potrebno dodatno djelovanje nadzornih organa na tržištima tranzicijskih zemalja kako bi se minimizirao problem njihove zloupotrebe. Podaci su dobijeni na osnovu ispitivanja berzi Bosne i Hercegovine, Srbije i Hrvatske. U radu smo se fokusirali na ispitivanje tri oblasti efikasnosti i transparentnosti tržišta i uspješnost sankcionisanja zloupotreba na tržištima tranzicijskih zemalja.

Ključne riječi: finansijsko tržište, manipulacije, nadzor, povlaštene informacije, efikasnost, transparentnost, zemlje u tranziciji, sankcije.

ABSTRACT

The financial market is a key factor that directly affects the economic stability of a country or system. The financial system of a country consists of financial institutions and financial instruments. The instability of any of the elements leads to an imbalance of the financial system, which significantly affects the overall economy of a country, as well as its financial stability.

A developed financial market improves a country's economic power. For financial markets to be liquid and efficient, it is necessary for the participants and the public to trust in their functioning. However, there are often cases where groups or individuals, driven by personal interest and desire for large and fast earnings, break the law and directly contribute to the creation of various manipulations such as market manipulation and insider trading. The focus of this paper will be to identify areas where additional supervisory action is needed in the markets of transition countries to minimize the problem of their abuse. The data were obtained based on examinations of the stock exchanges of Bosnia and Herzegovina, Serbia and Croatia. In this paper, we focused on examining three areas of market efficiency and transparency and the success of sanctioning abuses in the markets of transition countries.

Keywords: Financial markets, manipulation, supervision, insider information, efficiency, transparency, transition countries, sanctions.

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Problem i predmet rada	1
1.2. Cilj istraživanja	1
1.3. Istraživačka pitanja	2
1.4. Metodologija istraživanja	2
2. FINANSIJSKA TRŽIŠTA	2
2.1. Pojam finansijskih tržišta	2
2.2. Funkcija finansijskih tržišta	4
2.3. Kategorizacija finansijskih tržišta	4
2.4. Efikasnost finansijskih tržišta	6
2.5. Finansijska tržišta u naprednim zemljama	8
2.5.1. Finansijska tržišta u Evropi	9
2.5.2. Finansijska tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama	10
2.6. Finansijska tržišta u tranzicijskim zemljama	12
2.6.1. Berze zemalja u tranziciji	14
2.7. Finansijski sistem u Bosni i Hercegovini	15
2.7.1. Sarajevska berza (SASE).....	15
2.7.2. Banjalučka berza (BLSE)	17
2.8. Nadzor i regulacija finansijskih tržišta	18
2.8.1. Nadzor i regulacija finansijskih tržišta u Bosni i Hercegovini	19
3. FINANSIJSKE PREVARE I MANIPULACIJE	20
3.1. Manipulacije na finansijskim tržištima	20
3.2. Metode manipulacije na finansijskom tržištu	23
3.3. Povlaštene/insajderske informacije kao osnova za tržišnu manipulaciju	25
3.3.1. Definisiranje povlašćenih informacija	25
3.3.2. Insajderska trgovina	26
3.3.3. Metode dokazivanja trgovine na temelju povlašćenih informacija	26

3.4. Instrumenti prevencije tržišne manipulacije.....	27
3.4.1. Prevencija tržišnih manipulacija na tržištu vrijednosnih papira.....	28
3.4.2. Prevencija tržišnih manipulacija na tržištu derivata.....	30
3.5. Mjere i alati za prepoznavanje tržišne manipulacije.....	31
4. SADAŠNJA REGULACIJA ZLOUPOTREBE TRŽIŠTA	32
4.1. Evropska unija i regulativa za prevenciju manipulacije na tržištu	32
4.1.1. ESMA nadzorno tijelo u EU.....	32
4.1.2. Propisi Evropske unije u vezi zloupotrebe tržišta	33
4.2. SAD regulativa za prevenciju manipulacije na tržištu	38
5. ANALIZA SLUČAJEVA	41
5.1. Goldman Sachs	41
5.2. Slučaj Martha Stewart.....	43
5.3. Slučaj Lumber Liquidators	44
6. TRŽIŠTE U TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA.....	45
6.1. Finansijska tržišta tranzicijskih zemalja	45
6.2. Uspješnost sankcionisanja zloupotrebe tržišta u tranzicijskim zemljama	47
6.2.1. Metode nadzora u BiH.....	47
6.2.2. Nadzor u Hrvatskoj.....	49
6.2.3. Nadzor u Srbiji	50
6.3. Sankcionisanje zloupotrebe tržišta u BiH, Hrvatskoj i Srbiji.....	50
6.3.1. Nadzor i sankcionisanje zloupotrebe tržišta u Bosni i Hercegovini.....	51
6.3.2. Uspješnost nadzornih organa u sankcionisanju zloupotrebe tržišta u Hrvatskoj ..	58
6.3.3. Uspješnost nadzornih organa u sankcionisanju zloupotrebe tržišta u Srbiji	60
7. ZAKLJUČAK.....	63
REFERENCE.....	68

POPIS TABELA

Tabela 1. Vrste finansijskih instrumenata na finansijskim tržištima	3
Tabela 2. Osnovni podaci SASE.....	16

Tabela 3. Osnovni podaci BLSE.....	17
Tabela 4. Provedeni nadzori od strane Komisije za VP.....	51
Tabela 5. Nadzorne aktivnosti prema predmetu/učesnicima na tržištu u prvom polugodištu 2020.godine.....	57

POPIS SLIKA

Slika 1. Kretanje novca i kapitala	4
--	---

POPIS SKRAĆENICA

VP – Vrijednosni papir

NYSE – New York Stock Exchange; Njujorška berza

SEC – Securities and Exchange Commission; Komisija za vrijednosne papire i berze

SEA – Securities Exchange Act; Zakon o osnivanju Komisije za vrijednosne papire i tržišta

SASE – Sarajevska berza

BLSE – Banjalučka berza

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga

EU – Evropska unija

ESMA – European Securities and Markets Authority; Evropska Komisija za vrijednosne papire

EBA – European Banking Authority; Evropska agencija za bankarstvo

MAD – Market Abuse Directive; Direktiva o zloupotrebi tržišta

MAR – Market Abuse Regulation; Uredba o zloupotrebi tržišta

1. UVOD

Privredni sistem svake države određuje ambijent u kojem se privreda razvija. Finansijski sistem je neodvojivi dio privrednog sistema, koji sadrži mnogo manjih podsistema. Svrha finansijskog sistema jeste stvaranje pogodnosti za normalnu cirkulaciju finansijskih sredstava u okviru sistema ali i privrede.

Finansijski sistem obuhvata sve mehanizme, institucije i instrumente finansiranja potreba jedne privrede i društva kako za kratkoročnim, tako i dugoročnim kapitalom, i kao takav, on treba da obezbjedi nesmetani tok finansijskih sredstava između različitih privrednih subjekata. Vršeci tu funkciju, finansijski sistem omogućava realizaciju mnogih ekonomskih funkcija koje su od vitalnog značaja za jednu tržišnu ekonomiju.

Finansijska tržišta danas se apsolutno razlikuju od prvobitnih oblika finansijskih tržišta. Nekada je trgovina bila isključivo tradicionalnim putem, odnosno "materijalizovanim" načinom prenosa transakcija i informacija, dok se danas većina odvija elektronskim putem. Temelj uređenog i funkcionalnog finansijskog tržišta predstavlja povjerenje njegovih učesnika. Svjedoci smo slučajeva gdje pojedinci ili grupe pojedinaca, zbog pohlepe ili želje za brzom zaradom, narušavaju to povjerenje, čineći razne malverzacije i manipulacije na tržištu.

Manipulacije na finansijskim tržištima su ilegalni načini povećanja ili smanjenja cijena vrijednosnih papira, koja se dešavaju od strane pojedinaca ili grupe pojedinaca. Također, veoma čest slučaj tržišnih manipulacija jeste i trgovanje na temelju povlaštenih informacija. To su informacije koje nisu dostupne svima, zbog čega se često nazivaju i insajderske informacije.

1.1. Problem i predmet rada

Predmet rada jeste da se analiziraju metode otkrivanja i zaštite od manipulacija i prevara sa fokusom na finansijska tržišta tranzicijskih zemalja, koje su prilagođene uvjetima poslovanja u tim zemljama, koje bi doprinijelo efikasnijem poslovanju, boljoj transparentnosti informacija te adekvatnoj regulaciji i nadzoru tržišta.

1.2. Cilj istraživanja

Cilj rada je da se ispituju oblasti u kojima je neophodna dodatna kontrola i revizija na tržištima tranzicijskih zemalja, kako bi se u što većoj mjeri minimizirala zloupotreba tržišta.

1.3. Istraživačka pitanja

Na osnovu predmeta i cilja istraživanja, definisana su sljedeća **istraživačka pitanja**:

1. Identificirati koje posljedice na tržište imaju manipulacije, prevare i zloupotreba povlaštenih informacija?
2. Da li postoji potencijalno rješenje za poboljšanje efikasnosti finansijskih tržišta u tranzicijskim zemljama?
3. Da li i u kojoj mjeri nadzorni organi mogu spriječiti manipulacije na finansijskim tržištima?

1.4. Metodologija istraživanja

Master rad će sadržavati teorijski i empirijski dio. U teorijskom dijelu rada analiziraće se pojam i struktura finansijskih tržišta, kao i zloupotreba finansijskih tržišta. U tom kontekstu primjenu nalaze metoda analize i sinteze posredstvom kojih se analiziraju temeljeni pojmovi ovog istraživanja a to su berze, krize, liberalizacija, te regulativa. U istraživanju se također koristi i pregled literature putem kojeg se analiziraju rezultati istraživanja drugih autora na temelju čega se donose konkretni zaključci vezani za analiziranu tematiku.

U istraživanju također važnu primjenu nalazi i metoda studije slučaja. Ova metoda se koristi prilikom analiziranja i sagledavanja konkretnih situacija koje se odnose na zloupotrebe i malverzacije na finansijskom tržištu.

2. FINANSIJSKA TRŽIŠTA

2.1. Pojam finansijskih tržišta

Tržište je u suštini, mjesto na kojem se susreću potencijalni prodavci (ponuda) i potencijalni kupci (potražnja), kako bi razmijenili dobra ili usluge. Finansijski sistem je dio ekonomskog sistema države, čiji je glavni zadatak stvaranje uslova za normalno funkcionisanje finansijskih tokova u jednoj ekonomiji. Efikasan finansijski sistem implicira postojanje efikasnog finansijskog tržišta.

U literaturi postoji nekoliko definicija finansijskih tržišta, a mi ćemo se poslužiti onom da finansijska tržišta predstavljaju prostor na kojem se susreću ponuda i potražnja, ali za različitim oblicima finansijskih instrumenata, koji predstavljaju predmet trgovine na istim. Prema Komazecu i Ristiću (2011) finansijsko tržište se može definisati i kao skup svih finansijskih

transakcija u oblasti nacionalne ekonomije kojima dolazi do uspostavljanja i realizacije društveno-proizvodnih odnosa iz kupoprodajnih finansijskih dokumenata.

Finansijska tržišta su jedan od ključnih elemenata tržišne privrede i finansijskog sistema jedne zemlje. Razvijena i stabilna finansijska tržišta predstavljaju jedan od faktora koji direktno utiču na ekonomski rast i razvoj jedne države. Slabo razvijena finansijska tržišta su jedan od razloga zbog kojih države ostaju na stepenu „nerazvijenih i siromašnih „ zemalja. (Milošević, 2018).

Savremena finansijska tržišta se znatno razlikuju od prvih oblika finansijskih tržišta. Na savremenim finansijskim tržištima trguje se novcem, kapitalom, vlasničkim vrijednosnim papirima, dužničkim vrijednosnim papirima, izvedenicama ili finansijskim derivatima. Finansijski instrumenti su najbolji indikatori razvijenosti finansijskih tržišta.

U sljedećoj tabeli ćemo prikazati vrste finansijskih instrumenata.

Tabela 1: Vrste finansijskih instrumenata na finansijskim tržištima.

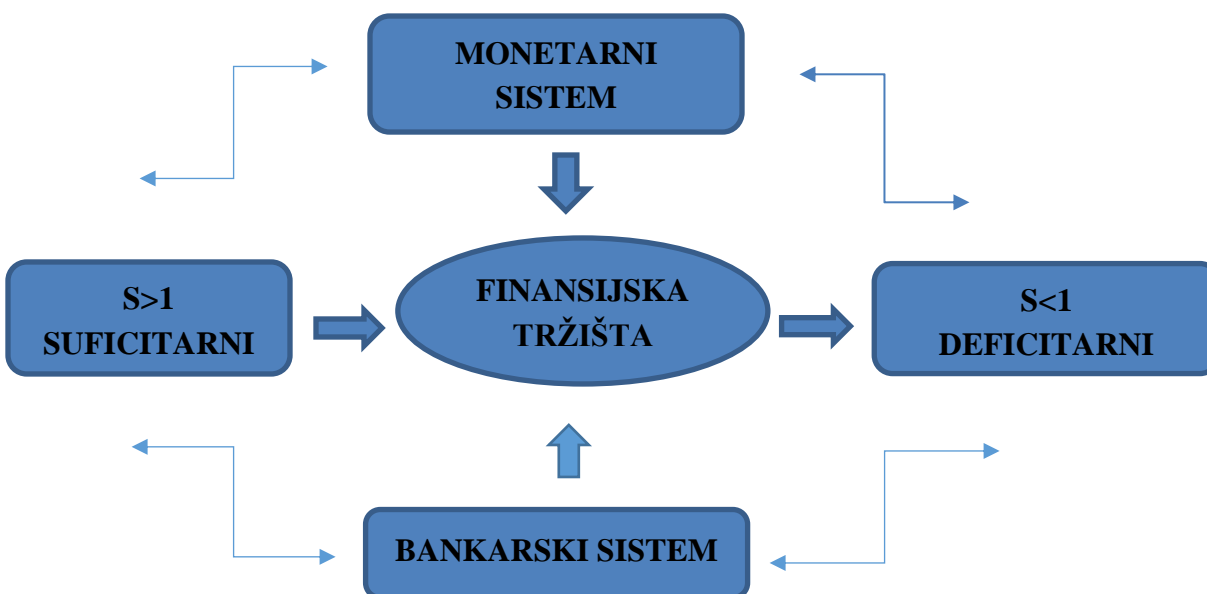
Tip finansijskog instrumenta	Kategorije koje obuhvataju	Napomena	Mjesto trgovanja
Vlasnički VP	Dionice		Tržište kapitala
Dužnički VP	Obveznice, Blagajnički zapisi, komercijalni zapisi, REPO transakcije, bankarske akcepti i dr.	Obveznice su dugoročni dužnički VP, dok ostali pripadaju kratkoročnim dužničkim VP.	Tržište kapitala Tržište novca
Izvedenice ili finansijski derivati	Varanti, swapovi, opcije, forward i futures ugovori.		Razvijena finansijska tržišta.

Izvor: Ristić Ž., Komazec, S., Ristić K. (2012/2013). Finansijska tržišta i berzanski menadžment. Beograd:, str.140.

2.2. Funkcija finansijskih tržišta

Osnovna funkcija finansijskih tržišta je usmjeravanje novčanih tokova i alokacija resursa kapitala, odnosno usmjeravanje viška finansijskih sredstava, tj. alokacija suficitarnih prema deficitarnim jedinicama. Također, pored ove postoje i druge važne uloge finansijskog tržišta, kao što su: razvoj cjelokupne privrede, povećanje efikasnosti nacionalne ekonomije, određivanje cijene finansijskih sredstava, kao i povezivanje subjekata koji raspolažu kapitalom sa investicionim subjektima i dr. (Stevanović, 2012).

Slika 1: Kretanje novca i kapitala



Izvor: Stevanović M. (2012). *Finansijsko tržište sa posebnim osvrtom na devizno tržište*, str.

10

Na prikazanoj slici možemo vidjeti kako se vrši prenos suficitarnih prema deficitarnim jedinicama, ali i kako funkcioniše kretanje novca i kapitala u jednom finansijskom sistemu.

Svrha finansijskih tržišta je da olakšaju prijenos sredstava od pojedinaca koji nemaju dinamički tok novca, ka pojedincima kojima su potrebna sredstva. U razvijenim ekonomijama raspodjela sredstava je zadovoljavajuća i postoji veliki obim trgovine.

2.3. Kategorizacija finansijskih tržišta

U literaturi postoji nekoliko načina kako možemo kategorizirati finansijska tržišta. Najzastupljenija podjela u literaturi jeste na tržište novca i tržište kapitala. Bitno je napomenuti

da je ovo najvažnija podjela za istraživanje koje provodimo u ovom radu. Ova podjela je izvršena prema roku dospijea.

Tržište novca je tržište na kojem se trguje instrumentima, odnosno kratkoročnim novčanim sredstvima i vrijednosnim papirima, čiji je rok dospijea do jedne godine, i koji mijenjaju oblik u tom roku.

Prema Komazecu i Ristiću (2011a) na tržištu novca se tražiocima obezbjeđuje zadovoljavanje potreba u vezi likvidnosti, prometa i proizvodnje, dok se vlasnicima slobodnih novčanih sredstava omogućuje zamjena novca za druge likvidne plasmane, kao i mogućnost ostvarivanja prihoda u vidu kamate. Devizno ili internacionalno tržište je nerazdvojiv dio novčanog tržišta u razvijenim privrednim sistemima. Ovdje se vrši kupoprodaja stranih sredstava plaćanja, usklađuje ponuda i tražnja deviza i utvrđuje njihov kurs. Kada je zemlja učesnik svjetske razmjene, tada je i potreba za deviznim tržištem veća.

Kada je u pitanju tržište kapitala, možemo reći da je to tržište na kojem se trguje dugoročnim novčanim sredstvima, tj. kapital i dugoročne vrijednosne papire. Učesnici na ovom tržištu mogu brzo mijenjati smjer, ali i strukturu svojih investicionih plasmana (Komazec i Ristić, 2011b).

Kao što smo maločas naveli, postoji više podjela finansijskih tržišta, a mi ćemo se osvrnuti na sljedećih nekoliko.

Zavisno od stepena organizovanosti tržišta gdje se obavljaju transakcije postoje organizovana i slobodna tržišta. Organizovana tržišta su ona tržišta gdje je prisutna stroga regulaciona procedura, dok su slobodna tržišta, tržišta gdje se transakcije obavljaju na manje organizovanim mjestima.

Ukoliko posmatramo mjesto na kojem se obavljaju transakcije, prema Radonjiću (2005) razlikujemo lokalna, nacionalna i međunarodna tržišta. Kada je u pitanju momenat izvršenja transakcije, tržišta možemo klasificirati na promptna i terminska. Promptna tržišta su tržišta na kojima se transakcije i poslovi zaključuju odmah. Kod terminskih tržišta poslovi i transakcije se realizuju u budućnosti, nakon zaključivanja sporazuma između učesnika koju učestvuju u istom (primjer finansijski derivati).

U zavisnosti od toga da li se finansijski instrumenti prvi put emituju na tržište, razlikujemo primarno i sekundarno tržište. Primarno tržište, kao što i sam naziv kaže, jeste tržište na kojem se finansijski instrumenti emituju prvi put, dok se na sekundarnom tržištu trguje sa instrumentima koje je već izdalo društvo.

2.4. Efikasnost finansijskih tržišta

Finansijski instrumenti i njihove karakteristike kao što su, elastičnost, raznovrsnost, brojnost, fluidnost i sl. indikatori su razvijeni i efikasnosti finansijskog sistema jedne privrede (Komazec i Ristić, 2011c).

Kada cijene vrijednosnih papira potpuno odražavaju sve dostupne informacije, za takva finansijska tržišta kažemo da su efikasna. Analogno tome, cijene vrijednosnih papira veoma se brzo prilagođavaju novim informacijama (Vukoja, *et.al.*, 2017).

Prema Vukoja *et al.*, (2017a) da bi novčano tržište (a i bilo koje drugo finansijsko tržište) bilo efikasno potrebno je da se ostvare sljedeći preduslovi:

1. Da postoji višak slobodnih likvidnih sredstava, odnosno da se ostvari štednja,
2. Da postoji ekonomski interes investitora za ulaganje u kratkoročne vrijednosne papire,
3. Da postoji sigurnost da će kupac vrijednosnih papira moći te iste vrijednosne papire pretvoriti u novac,
4. Vlasnicima vrijednosnih papira treba osigurati održavanje iste vrijednosti uloženi sredstava koja bi se mogla smanjiti inflacijom ili drugim okolnostima na tržištu,
5. Omogućiti vlasnicima novčanih sredstava najpovoljnija ulaganja, brzu i efikasnu manipulaciju kupoprodaje i brzo pretvaranje u gotov novac,
6. Obezbijediti dovoljan broj finansijskih institucija koji će biti u mogućnosti da sa subjektima ponude i tražnje osiguraju brzu i efikasnu kupoprodaju vrijednosnih papira,
7. Formirati odgovarajuću službu za davanje informacija o svim indikatorima kretanja novčanog tržišta i učesnika na istom.

Na finansijskom tržištu razlikujemo dvije vrste efikasnosti: interna i eksterna efikasnost. Kada je u pitanju interna efikasnost ona podrazumijeva da učesnici na finansijskom tržištu realiziraju svoje zahtjeve u što kraćem roku i po nižim troškovima. Eksterna efikasnost podrazumijeva brzinu reagovanja cijena na pojavu relevantnih informacija. Informacije su relevantne ukoliko su od značaja za donošenje odluka.

U literaturi se teorija efikasnosti tržišta klasificira u tri oblika: Slabi oblik, polujaki i jaki oblik tržišne efikasnosti (Vukoja, *et.al.*, 2017b).

Slabi oblik tržišne efikasnosti tvrdi da cijene dionica odražavaju sve prošle informacije koje se mogu dobiti tehničkom analizom tržišnih podataka kao što su kretanje historijskih cijena i obima trgovanja. Ukoliko se desi da ti podaci ikad i daju pouzdane signale o budućem kretanju cijena, svi će ulagači to već znati, pa samim tim ti signali nemaju vrijednost, jer su svima dostupni.

Polujaki oblik tržišne efikasnosti podrazumijeva da cijene dionica odražavaju sve javno raspoložive informacije o preduzeću. U takve informacije spadaju fundamentalni pokazatelji poslovanja preduzeća, struktura bilansa, menadžment, računovodstvene metode, predviđanje zarade i sl.

Jaki oblik tržišne efikasnosti tvrdi da cijene dionica odražavaju sve informacije, bez obzira da li su one javno dostupne.

Na osnovu navedenog možemo zaključiti da se cijene finansijskih instrumenata ne mogu predvidjeti, jer u suprotnom onda bi to bio nepobitan dokaz neefikasnosti tržišta, jer bi mogućnost predviđanja cijena značila da se sve dostupne informacije ne odražavaju u cijeni dionica. Prema tome, teorija da cijene dionica u potpunosti odražavaju sve raspoložive informacije naziva se teorija efikasnosti tržišta (EMH-Efficient Market Hypothesis).

Jedna od pretpostavki efikasnosti tržišta je i slučajni hod ili random walk. Po definiciji dolazak nove informacije ne može se predvidjeti, iz toga slijedi da su cijene dionica posljedica dolaska novih informacija, pa je samim tim i njihovo kretanje nepredvidivo.

Tehnička analiza je popularna metoda za određivanje cijena dionica (Mishkin i Eakins, 2005). Analitičari koji se bave tehničkom analizom prepoznaju vrijednost fundamentalnih informacija o kojima ovisi buduće poslovanje preduzeća, oni smatraju kako te informacije nisu neophodne za uspješno trgovanje. Teorija efikasnosti tržišta tvrdi kako je tehnička analiza beskorisna. Historijski podaci kretanja cijena i obima trgovanja javno su dostupni uz minimalne troškove. Zato je bio koja informacija koja se može dobiti analizom historijskih cijena već odražena u cijeni dionica.

Iako brojni dokazi upućuju na efikasnost tržišta, sa druge strane postoje dokazi koji pokazuju da nije uvijek tako. U teoriji se to naziva tržišne anomalije. Mi ćemo se pozvati na knjigu Frederic Mishkin-a - „Finansijska tržišta i institucije“ u kojoj on navodi sljedeće tržišne anomalije: efekat malih preduzeća, januarski efekat, efekat pretjerane reakcije tržišta, pretjerana volatilnost cijena, i nove informacije ne ugrađuju uvijek odmah u cijene (Mishkin i Eakins, 2005a).

Efekat malih preduzeća je jedna od najčešćih anomalija. Empirijska istraživanja su pokazala da su mala preduzeća ostvarivala abnormalno visoke prinose u dužem periodu, čak i kada je u pitanju bio i veliki rizik.

Januarski efekat podrazumijeva abnormalan rast cijena od decembra do januara, koji je u suprotnosti sa teorijom slučajnog hoda. Neki ulagači smatraju da je januarski efekat povezan sa porezima, jer dosta ulagača prodaje dionice krajem godine, kada im je cijena pala, da ne bi realizirali kapitalne gubitke prije kraja porezne godine. Dobivena sredstva se ne ulažu u dionice

dok se ne završi godina. Zato se u januaru povećava potražnja za dionicama. Ovaj efekat se najviše očituje na najvolatilnijim dionicama, a to su dionice malih preduzeća.

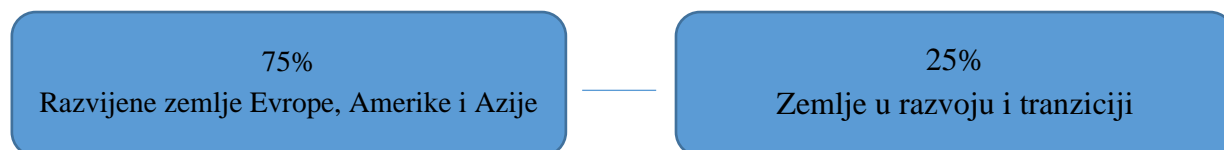
Prema Mishkinu i Eakinsu (2005), efekat pretjerane reakcije tržišta tvrdi da cijene dionica mogu pretjerano reagirati na novosti, i da se ispravljanje grešaka u cijenama dešava sporo. Praktično to vidimo kroz primjer: ukoliko kompanija najavi veliki pad u zaradi, cijena dionica bi mogla pasti, i tek bi se mogla vratiti na normalan nivo u narednih nekoliko sedmica.

Pretjerana volatilnost tržišta je fenomen koji je blizak pretjeranoj reakciji tržišta. Ovaj efekat tvrdi da cijene mogu biti mnogo veće nego što to opravdavaju fluktuacije njihovih osnovnih vrijednosti.

Nove informacije se ne ugrađuju uvijek odmah u cijene dionica. Ovaj efekat tvrdi da se nove informacije postepeno ugrađuju u cijene dionica. Dakle, cijena dionice će nastaviti rasti neko vrijeme nakon objave visokog profita, ili nastaviti padati nakon objave niske dobiti.

2.5. Finansijska tržišta u naprednim zemljama

Od razvoja prvih tržišta osnovano je preko 500 berzi u 90 zemalja svijeta. Od toga je:



Osnovna karakteristika savremenih finansijskih tržišta je kontinuelnost. Kontinuelnost predstavlja sposobnost stalnog trgovanja akcijama. Na ovakvim tržištima, cijene se neprekidno formiraju tokom cijelog radnog dana, sve dok se izvršavaju nalozi kupaca i prodavaca. U svijetu savremenih finansijskih tržišta postoje promjene čija klasifikacija nije jednostavna. Osnovne karakteristike savremenih finansijskih tržišta prema Vasiljeviću (2000) su:

1. Internacionalizacija i globalizacija finansijskih tržišta
2. Pojava i razvoj finansijskih inovacija
3. Deregulacioni tokovi
4. Tehničko – tehnološke inovacije

Prema Vasiljeviću (2000a) internacionalizacija i globalizacija finansijskih tržišta označava proces koji se kontinuirano vodi na savremenim finansijskim tržištima, gdje je cilj stvaranje

jedinstvenog globalnog tržišta. Ovom tendencijom omogućava se privrednim subjektima da na internacionalnim finansijskim tržištima pronađu izvore za finansiranje svojih potreba. Od ovog procesa se očekuje da će korist biti za sve učesnike, gdje će investicione jedinice prikupljati sredstva iz različitih izvora i po različitim cijenama, odnosno troškovima.

Inovacije na finansijskom tržištu predstavljaju jedan od glavnih razloga zbog kojeg dolazi do progresije i širenja finansijskih tržišta. Inovacije se mogu manifestirati kao inovacije proizvoda, procesa u poslovanju i organizacione inovacije (Vasiljević, 2005b).

Kada su u pitanju deregulacioni tokovi, oni se znatno razlikuju među zemljama. Međutim, zajednička osobina im je da imaju tendenciju smanjenja uloge države u regulisanju finansijskih tržišta. Posljedica deregulacionih tokova se ogleda u strukturnim promjenama u poslovanju finansijskih institucija, prilikom čega je došlo do stvaranja tkz. „finansijskih supermarketa“ koji su nudili veliki broj različitih finansijskih usluga (Bodie *et al.*, 2014).

Razvoj tehničko-tehnoloških inovacija su u velikoj mjeri uticale na proces globalizacije, i njihova uloga u razvoju finansijskih tržišta je oduvijek bila enormna. Olakšice su se manifestirale u vidu bržeg prijenosa informacija, podataka, naloga i trgovanja. Ubrzani razvoj tehnike i tehnologije je doveo do kompjuterizacije i elektronskog poslovanja većine savremenih finansijskih tržišta. Najveća prednost koju su dobila tržišta je mogućnost poslovanja 24 časa dnevno, na skorom svim finansijskim tržištima širom svijeta, uz niske troškove i jednostavan način.

2.5.1. Finansijska tržišta u Evropi

Kao što smo već naveli u prethodnom dijelu rada, tri četvrtine ukupnog broja berzi u svijetu nalazi se u industrijski razvijenim zemljama Amerike, Azije i Evrope. U nastavku ćemo napraviti osvrt na najrazvijenije berze u Evropi.

Euronext je najveća berza u Evropi i šesta po veličini u svijetu. Sjedište ima u Amsterdamu s glavnim uredima u Bruxellsu, Londonu, Lisabonu, Parizu i Dublinu. Prema informacijama (Najveće berze u Evropi, 2022) od 2017. godine je najveća berza u Evropi. Nastao je 2000.godine spajanjem tri europske berze. Prvobitno je stvoren spajanjem tri evropske berze (Amsterdamske, Pariške i Bruxellske berze). Nakon nekoliko godina spojio se sa nekoliko drugih berzi, a najviše sa New York Stock Exchange, prije nego što ga je kupila Intercontinental Exchange. Međutim, 2014.godine Euronext je izdvojen kako bi ponovo postao neovisni entitet. Kasnije je kupio portugalsku i Londonsku međunarodnu finansijsku berzu i opcije (LIFFE), te na taj način proširio svoju ponudu koja uključuje dionice, fondove s kojima trguje na berzi, varante i certifikate, obveznice, derivate, robu i indexe. U septembru 2021.godine zabilježena je tržišna kapitalizacija u iznosu od 6,08 biliona eura (Euronext, 2022).

London Stock Exchange – Londonska berza je druga najveća berza u Evropi, i glavna u Velikoj Britaniji. U 17tom stoljeću u Londonu su postojale kafane, gdje su se sastajali ljudi koji su željeli investirat novac, odnosno kupiti ili prodati dionice dioničkih društava. Zvanično je osnovana 1801.godine. Berza nudi širok spektar usluga na tržištu. Londonska berza broji preko 5.000 članova i broj nije fiksna, ali postoji više kriterijuma za dobivanje članstva na berzi. Tržište se dijeli na glavno tržište, tržište potražnje za kapitalom AIM (Alternative Investment Market) i tržište za profesionalne investitore PSM (eng. Professional Securities Market). (Penić, 2017). Na berzi se trguje sa širokim spektrom vrijednosnih papira čija se vrijednost mjeri FTSE indexom (Financial Times Stock Exchange) (Penić, 2017a).

Frankfurtska berza je najveća berza u Njemačkoj, a u regiji kotira među prvih 8 berzi. Na berzi se koriste najsavremeniji elektronski sistemi za trgovinu, obradu podataka i informisanje, zahvaljujući čemu uspijeva ostvariti i vangraničnu trgovinu. Na Frankfurtskoj berzi od 1997. godine egzistira i jedna od vodećih svjetskih platformi za e-trgovinu, Xetra, čime je stvorena idealna atmosfera za strane investitore i sudionike na tržištu. Prema informacijama Njemačke berze (2022) na berzi posluje oko 200 učesnika, a polovina njih dolazi iz inostranstva. Elektronski sistem poslovanja potpuno je uveden u maju 2011.godine. Glavni index na berzi je DAX, a pored njega postoje i DAXplus, CDAX, LDAX, MDAX i drugi.

Pored navedenih berzi izdvajaju se druge berze koje su od izuzetne važnosti, kao što su: Amsterdamska berza, Berza u Beču, Parizu, Štokholmu, Oslu, Milanu, Helsinkiju i Atini. Bitno je napomenuti da je Amsterdamska berza najstarija berza na svijetu, i zvanično je osnovana 1602.godine (Unković *et al.*, 2010).

2.5.2. Finansijska tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama

Glavni dio berzanskih poslova odvija se na relaciji New York – London – Tokio. Najveća berza na svijetu i glavna nacionalna berza u SAD je Njujorška berza (NYSE). Osnovana je 1792.godine i u svojoj historiji je prošla više faza razvoja. Na ovoj berzi posluje više od 2.400 preduzeća. Temeljni kapital je jedinstven model na tržištu, čiji mehanizam je kombinacija vodeće tehnologije u skladu sa ljudskom procjenom koji utiče na kretanje cijena, ali i stabilnost svjetske privrede, a rezultat toga je manja nestabilnost dionica koje kotiraju na berzi. Članstvo na berzi omogućuje pristup visokotehnološkim rješenjima potrebnim za brzo i anonimno izvršenje svakodnevnih zadataka (Penić, 2017b).

Glavni sudionici na tržištu prema Peniću (2017c) su:

1. Market mejkersi ili stvaratelji tržišta čija je obaveza održavanje transparentnosti i uređenosti tržišta za dodijeljene vrijednosne papire. Oni posluju ručno i elektronski.

2. Brokeri na parketu – to su članovi berze koji su zaposlenici preduzeća, a njihov posao je obavljanje razmjene na parketu u ime klijenta.

3. Supplemental Liquidity Provider – to su visoko rangirani članovi berze koji posluju elektronskim putem. Trguju u svoje ime i za svoj račun, a ne za javne korisnike. Predmet trgovine su visoko likvidne dionice koje ostvaruju dnevni promet u iznosu višem od milion dolara.

Tržište je podijeljeno prema vrsti vrijednosnih papira sa kojim se trguje, te tako razlikujemo tržište dionica, tržište opcija, tržište obveznica.

Vrijednost trgovina na NYSE je otprilike 1,46 milijardi dolara dnevno, te je po broju prometa ovo jedna od vodećih berzi na svijetu. Trguje se akcijama 2.800 kompanija koje su rangirane od blue chip akcija do akcija brzorastućih kompanija (New York Stock Exchange, 2022). Svaka listirana kompanija mora da ispuni strogo zadate kriterije jer NYSE nastoji da zadrži reputaciju snažne trgovine i visokokvalitetnih hartija od vrijednosti.

Prema Radonjiću (2005) glavni učesnici na berzi:

- Komisioni brokeri (comission brokers) - čine usluge u ime svojih komitenata, i za te usluge dobijaju naknadu u vidu provizije. Njihov broj je manji, od polovine članova na berzi.
- Brokeri na parketu (floor brokers) su zapravo brokeri brokera, gdje za svoju uslugu naplaćuju parketnu proviziju (floor brokerage).
- Dileri rasparenim akcijama (odd-lot dealers) - su dileri koji trguju nezaokruženim partijama (zaokružena partija se sastoji od 100 akcija). Više od 2/3 prometa se odnosi na trgovinu rasparenim partijama (odd-lot order).
- Registrovani trgovci su floor traders ili registraded traders koji posluju u svoje ime i za svoj račun.
- Specijalisti (specialists ili market-makers). Specijalisti istovremeno obavljaju više uloga kao što su brokeri, dileri i aukcionari. Posluju u svoje ime i za svoj račun. Njihova uloga je da povežu ponudu i potražnju za akcijama, ali da pritom ne dođe do većih oscilacija u cijeni. Njihova uloga je značajna po pitanju održavanja likvidnosti, stabilnosti i kontinuelnosti tržišta.

Poslovanje NYSE nadgleda SEC, ali i ona ima svoja pravila koja se moraju poštovati. Upravni odbor koji upravlja berzom, nadležan je provoditi disciplinske postupke ukoliko dođe do prekršaja.

Pored berzi na kojima se trgovina obavlja na fizički određenom mjestu (trading floors), postoje i tkz. OTC tržišta gdje se trgovina obavlja elektronskim putem sa fizički udaljenih mjesta. Prodavci sa kupcima pregovaraju u vezi cijene.

Najveće OTC tržište u SAD-u je NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations. Osnovan je 1971.godine od strane Nacionalnog udruženja dilera hartijama od vrijednosti (NASD – National Association of Securities Dealers), koji ima oko 5500 članova. NASD je nezavisna asocijacija koja kontroliše i druga OTC tržišta, ali US SEC nadzire NASD. Na OTC tržištima se uglavnom trguje obveznicama, pa tako i u SAD (Radonjić, 2005a). Historijska važnost NASDAQ-a je tehnološko povezivanje i približavanje tehnologije malim investitorima.

Da bi pristupili sistemu, postoje 3 nivoa pristupa. U sklopu prvog nivoa, brokeri imaju samo informacije o najvećoj i najmanjoj cijeni unutar sistema. U sklopu drugog nivoa, moguće je identificirati market mejkere svake ponude. Na trećem nivou je moguće, pored karakteristika oba nivoa, također unositi, brisati ili korigovati kotacije za akcije. Sve kotacije koje su unesene u sistem, mogu se prikazati na terminalima u NASDAQ sistemu (Unković *et.al.*, 2010).

2.6. Finansijska tržišta u tranzicijskim zemljama

Ekonomska tranzicija je pojam koji se manifestira kao "proces prijelaza iz netržišne privrede u tržišnu privredu potaknut slomom totalnoga birokratskog vlasništva, upravljanja i političkog života u istočnoevropskim zemljama kojima se nametnula potreba radikalnog reorganiziranja privrede i društva te njihova usklađivanja s dostignućima visokorazvijenih zemalja i potrebama modernoga naučno-tehnološkog razvoja" (Baletić, 1995, prema Peračkoviću, 2004, str. 489-490).

Dakle, ekonomska tranzicija je tranzicija iz planske, centralizirane državno-vlasničke u tržišnu, pluralističkovlasničku. Ovakva tranzicija trebala je dovesti do makroekonomske stabilizacije, liberalizacije, privatizacije i prestrukturiranja privrede, tako da bi ubuduće ključnu ulogu trebali imati privatno vlasništvo, otvoreno tržište, slobodno preduzetništvo, te stabilan i uravnotežen privredni sistem (Bahmani *et al.*, 2016).

Zemlje u tranziciji prolaze kroz niz strukturnih transformacija namijenjenih razvoju tržišnih institucija, što uključuje ekonomsku liberalizaciju, gdje cijene određuju tržišne snage, a ne organizacija centralnog planiranja. Uz uklanjanje trgovinskih barijera, nastoji se privatizirati državna preduzeća i resursi, državna i kolektivno vođena preduzeća se restrukturiraju kao preduzeća i stvara se finansijski sektor koji će olakšati makroekonomsku stabilizaciju i kretanje privatnog kapitala. Proces tranzicije je događaj koji je bio historijska prekretnica.

Jedan od načina prijelaza je funkcionalno restrukturiranje državnih institucija od pružatelja rasta do omogućivača, čiji je pokretač privatni sektor. Drugi način je promjena načina na koji ekonomija raste i praksa načina rada. Odnosi između ova dva načina prijelaza su mikro i makro, djelimični i cjeloviti. Istinska tranzicija trebala bi uključivati i mikro i makro tranziciju. Zemlje

poput Kine i Vijetnama usvojile su postupni tranzicijski način, međutim Rusija i neke druge zemlje u istočnoj Evropi, poput bivše SFRJ, koristile su agresivniji i brži model tranzicije. Međutim, da bi se proces tranzicije realizirao postoje koraci koji se moraju ostvariti kao što su: makroekonomska stabilizacija, restrukturiranje i privatizacija, pravne i institucionalne reforme i liberalizacija (International Monetary Fund, 2000).

Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) dizajnirala je set indikatora za mjerenje napretka u tranziciji kao što su: privatizacija velikih razmjera, liberalizacija cijena, reforma bankarstva i liberalizacija kamatnih stopa, upravljanje i restrukturiranje preduzeća, mala privatizacija, trgovinski i devizni sistem, politika konkurencije, tržišta vrijednosnih papira i nebankarske finansijske institucije, reforma infrastrukture (EBRD, 2017).

Obično se za pojam tranzicijske ekonomije vežu zemlje bivšeg Sovjetskog Saveza, srednje i istočne Evrope, međutim izvan Evrope zemlje poput Kine izlaze iz komandne ekonomije socijalističkog tipa u tržišnu ekonomiju. Uprkos takvim kretanjima, neke države su ipak odlučile da ostanu neslobodne države s obzirom na političke slobode i ljudska prava.

Najuticajnija strategija za prelazak na tržišnu ekonomiju bila je ona koju je usvojila Poljska lansirana u januaru 1990. Strategija je bila pod snažnim utjecajem analiza MMF-a i Svjetske banke o uspješnim i neuspješnim programima stabilizacije koji su usvojeni u Latinskoj Americi 1980-ih.

Strategija je uključivala brojne međuovisne mjere, uključujući makroekonomsku stabilizaciju; liberalizacija veleprodajnih i maloprodajnih cijena; uklanjanje ograničenja za razvoj privatnih preduzeća i privatizaciju državnih preduzeća; ukidanje subvencija i nametanje teških budžetskih ograničenja; i stvaranje izvozno orijentisane ekonomije koja je bila otvorena za spoljnu trgovinu i ulaganja. Stvaranje mreže socijalne zaštite usmjerene na pojedinca kako bi se nadoknadilo uklanjanje sigurnosti posla i uklanjanje kontrole cijena osnovnih proizvoda, također je bio dio strategije.

Put tranzicije se znatno razlikovao između nekih država. Države kao što su : Sjeverna Makedonija, Srbija, Crna gora i Albanija su nedavno usvojile tržišne reforme.

U nekim državama reforme su bile velike prekretnice kao npr. promjena strukture vlasti u Sovjetskom Savezu, integracije sa drugom državom (Istočna Njemačka), smjena diktatora prilikom državnog udara u Rumuniji.

Države poput Kine, Vijetnama, nisu htjele primjeniti političke reforme, te su usvojile ekonomske reforme.

Nejednakost mogućnosti bila je veća u tranzicionim ekonomijama Centralne i Istočne Evrope i Centralne Azije nego u nekim drugim razvijenim ekonomijama zapadne Evrope (osim Francuske, gdje je nejednakost mogućnosti bila relativno velika). Najveća nejednakost mogućnosti utvrđena je na Balkanu i u Centralnoj Aziji. U pogledu zakonskih propisa i pristupa obrazovanju i zdravstvenim uslugama, nejednakost rodni mogućnosti bila je mala u Evropi i Centralnoj Aziji, ali od srednje do visoke u pogledu radnih praksi, zapošljavanja i preduzetništva i pristupa finansijama. U centralnoj Aziji žene su također imale značajan nedostatak pristupa zdravstvenim uslugama, kao i u arapskim zemljama.

Mnoge tranzicijske ekonomije su imale dobar učinak u odnosu na osnovno i srednje obrazovanje i poklapale se s onim dostupnim u mnogim drugim razvijenim ekonomijama, nedostatak su imale kada je riječ o osposobljavanju i tercijarnom obrazovanju.

Svjetska banka je 2002. godine definirala je Bosnu i Hercegovinu i Saveznu Republiku Jugoslaviju kao ekonomije u tranziciji, dok je 2009. godine uključila Kosovo na listu ekonomija u tranziciji. Prvog maja 2004. godine osam zemalja (Latvija, Poljska, Slovačka, Estonija, Slovenija, Mađarska, Češka, Litvanija) je pristupilo Evropskoj uniji, i time završilo proces tranzicije. Nakon toga 1.januara 2007. Rumunija i Bugarska su također postale članice EU i završile proces tranzicije.

2.6.1. Berze zemalja u tranziciji

Na našem podneblju poznate su: Sarajevska i Banjalučka berza (BiH), Beogradska berza (Srbija), Montenegro berza (Crna Gora), Makedonska berza (Sjeverna Makedonija).

Najznačajnija berza u Srbiji jeste Beogradska berza (BELEX). Prema informacijama dostupnim na stranici Beogradske berze (2022), na Beogradskoj berzi se trguje na regulisanom tržištu i multilateralnoj trgovačkoj platformi (MTP BELEX). Finansijski instrumenti kojima se trguje su akcije i obveznice. Također, predviđeno je trgovanje i sljedećim instrumentima: drugim dužničkim hartijama od vrijednosti, derivatima, depozitnim potvrđama, varantima za kupovinu akcija ili obveznica i drugim finansijskim instrumentima predviđenim Zakonom o trgovini na Berzi. Glavni indeksi su BELEX 15 i BELEX LINE (Beogradska berza, 2022).

Crnogorska berza (MNSE / Montenegro berza) je berza koja se nalazi u Podgorici, i jedina je berza u Crnoj gori. MNSE je osnovan 1993. godine i član je Svjetskog saveza berzi, saveza evropskih berzi vrijednosnih papira i saveza euro-azijskih berzi. Od 10. januara 2011. godine u potpunosti je uključio NEX berzu, također u Podgorici, formirajući jedinstveno crnogorsko tržište kapitala. Trgovanje na MNSE sastoji se od kratkoročnih i dugoročnih hartija od vrijednosti, šest investicionih fondova, obveznica i akcija iz portfelja državnih fondova. Berza upravlja Regulisanim tržištem, Multilateralnom trgovačkom platformom (MTP ME tržište) i

Multilateralnom trgovačkom platformom za emitente u razvoju (MTP GROW tržište) MONEX je glavni index na MNSE. Elektronski sistem trgovanja BTS, koji berza koristi je razvijen na Ljubljanskoj berzi (MNSE, 2022).

Makedonska berza (MSE) je najveća berza u Sjevernoj Makedoniji. Berza upravlja regularnim tržištem, i slobodnim tržištem. Kao i na ostalim berzama, i ovdje se trgovina obavlja putem elektronskog sistema BEST. Članica je saveza euro-azijskih berzi. Berzanski indeksi na MSE uključuju : MBI 10 (makedonski indeks plavih čipova) i OMB (index obveznica). Iako je 2020. godina donijela mnoge neželjene promjene, za makedonsku berzu ona je bila sjajna, jer je ostvarila promet u iznosu 132,8 miliona eura, dakle progres 6% u odnosu na godinu ranije (MSE, 2022).

2.7. Finansijski sistem u Bosni i Hercegovini

Finansijski sistem u Bosni i Hercegovini slijedi kontinentalni model, gdje banke imaju vodeću ulogu i u kome su finansijska tržišta i instrumenti manje razvijeni. Finansijsko tržište u BiH obuhvata samo osnovne vrste finansijskih institucija (Centralna banka BiH, 2022).

Tržište kapitala je organizovano i posluje na dva tržišta kapitala. Jedno se nalazi u Federaciji BiH, a drugo u Republici Srpskoj. Trgovina vrijednosnim papirima se odvija na dvije berze: Sarajevskoj (SASE) i Banjalučkoj (BLSE).

Prema podacima Centralne banke BiH (2022) glavni učesnici na tržištu kapitala u BiH jesu:

- Komisije za vrijednosne papire;
- Registri vrijednosnih papira;
- Investicioni fondovi (IF);
- Kompanije za upravljanje fondovima (DUF);
- Brokerske kuće;
- Depozitne banke;
- Custodian banke;
- Brokeri i investicijski savjetnici.

2.7.1. Sarajevska berza (SASE)

Osnovni podaci koji se odnose na SASE berzu, prikazani su tabelom 2.

Tabela 2: Osnovni podaci SASE

Vrijeme osnivanja	Promet u KM	Broj transakcija	Broj trgovanih VP
2001.	Više od 8 milijardi.	Više od 658 hiljada transakcija.	Više od 767 miliona.

Izvor: Autor završnog rada

Predmet trgovine na Sarajevskoj berzi su vrijednosni papiri koji se emituju na Kotaciji i na Slobodnom tržištu. Kotacija je segment tržišta na kojem se trguje sa našim najkvalitetnijim preduzećima, tkz. „blue chips“. Trgovina se obavlja elektronskim putem.

Učešće u trgovini mogu imati samo ovlašteni brokeri i dileri članova SASE. Indeksi koji se upotrebljavaju na berzi su: BIFX, SASX-10, SASX-30, i SASX-BBI, SASX-FN (SASE, 2022).

Kotacija je organizovana i upravlja sljedećim segmentima (Centralna banka BiH, 2022):

- Tržišta dionica privrednih društava
- Tržišta dionica IF-ova
- Tržišta obveznica
- Tržišta ostalih vrijednosnih papira

Slobodno tržište je organizovano kao (Centralna banka BiH, 2022):

- Tržište dionica privrednih društava podijeljenih na sljedeće subsegmente (ST1, ST2, ST3),
- tržište obveznica i
- tržište ostalih vrijednosnih papira.

2.7.2. Banjalučka berza (BLSE)

Tabela 3: Osnovni podaci BLSE

Vrijeme osnivanja	Promet u KM	Broj transakcija
2001.	Više od 688 miliona.	5231

Izvor: Autor završnog rada

Banjalučka berza osnovana je 2001.godine. Elektronski sistem poslovanja se koristi i na ovoj berzi. Indexi zastupljeni na berzi su BIRS (Berzanski indeks Republike Srpske) i ORS (Indeks obveznica Republike Srpske). Prema podacima BLSE (2022) vrijednosni papiri na Banjalučkoj berzi se uvrštavaju na :

- Službeno berzansko tržište i
- Slobodno tržište

Službeno berzansko tržište se sastoji od sljedećih tržišta (BLSE; 2022):

- vodeće tržište akcija - lista A,
- standardno tržište akcija - lista B,
- početno tržište akcija - lista C,
- tržište akcija zatvorenih investicionih fondova,
- tržište udjela otvorenih investicionih fondova,
- tržište obveznica,
- tržište hartija od vrijednosti iz EU - EU Connect Market,
- tržište ostalih hartija od vrijednosti.

Slobodno tržište se sastoji od sljedećih tržišta (BLSE, 2022):

- akcija,
- akcija zatvorenih investicionih fondova,
- udjela otvorenih investicionih fondova,
- obveznica,
- paketa akcija,
- hartija od vrijednosti emitenata koji kasne sa finansijskim izvještavanjem,
- hartija od vrijednosti emitenata koji se nalaze u stečajnom ili likvidacionom postupku,
- ostalih hartija od vrijednosti.

2.8. Nadzor i regulacija finansijskih tržišta

Regulacija predstavlja skup državnih mjera putem kojim se direktno utiče na postupke pojedinaca ili organizacije i kontrolira stabilnost tržišta, u cilju zaštite društvenih interesa. Sistem regulacije se razlikuje od države do države.

Prema Olgiću (2015) nadzor i regulacija finansijskih tržišta svoje dejstvo manifestuje kroz tri oblasti:

1. Korporativno upravljanje - način regulacije pri kojoj glavnu funkciju u nadzoru i regulaciji ima preduzeće.
2. Samoregulacija – način regulacije gdje jedna finansijska institucija provodi i realizira nadzor i regulaciju.
3. Direktna državna regulacija – način regulacije pri kojem država svojim zakonima definira i provodi regulacijsku politiku.

Cilj korporativnog upravljanja jeste da zaštiti prava dioničara, i ostalih učesnika na tržištu, osiguravajući transparentnost prilikom objavljivanja informacija. Samoregulacija se najbolje implementira kod tržišta kapitala, gdje pojedine samoregulatorne organizacije trebaju otkriti i sankcionisati bilo kakve presteupe u poslovanju, primjer manipuliranje tržištem ili trgovina povlaštenim informacijama. Državna regulacija je bitna zbog formiranja sistemske stabilnosti (Olgić, 2015).

U Sjedinjenim Američkim Državama je 1933. godine osnovana organizacija za reguliranje tržišta vrijednosnih papira - SEC (Securities and Exchange Commission), koja je danas najpoznatija organizacija na svjetskom nivou.

Prvi korak u EU ka boljem nadzoru i regulaciji finansijskih institucija i tržišta napravljen je 1999.godine donošenjem Akcijskog plana za finansijske usluge (Financial Services Action Plan – FSAP). Evropska komisija je ovim dokumentom definisala primarni cilj integracije jedinstvenog finansijskog tržišta do 2005.godine.

Prva direktiva koja je implementirala sve međunarodne preporuke za nadzor finansijskih tržišta bila je Direktiva o finansijskim konglomeratima, 2002/87/EC. Njeni osnovni ciljevi bili su prevencija multipliciranja nabavljanja i prijenosa vlastitih sredstava unutar kompanije „majke“, poboljšanje saradnje, informisanje i formiranje jedinstvenog supervizora, kao i jačanje interne kontrole radi upravljanja rizicima, kao i limitiranju transakcija (Olgić, 2015).

U januaru 2011.godine osnovane su tri nove supervizorske institucije, nadležne za segmente finansijskog sistema EU:

- Evropska agencija za bankarstvo (European Banking Authority) –EBA

- Evropska agencija za osiguranje i dobrovoljne penzije fondove (European Insurance and Occupational Pensions Authority) – EIOPA
- Evropska komisija za vrijednosne papire (European Securities and Markets Authority) –ESMA

Cilj navedenih institucija je povećanje i ubrzanje razmjene informacija o radu finansijskih institucija izvan državnih granica. Nakon toga je osnovan Evropski odbor za sistemske rizike (European Systemic Risk Board) –ESRB koji je odgovoran za makroekonomski nadzor finansijskog sistema, sa ciljem sprečavanja ili smanjenja sistemskog rizika u istom.

Nacionalni okviri sistema nadzora i kontrole finansijskih tržišta podijeljeni su u četiri kategorije prema Olgiću (2015):

1. Model jedinstvenog regulatora. Nacionalna centralna banka je odgovorna za regulaciju i nadzor. (Njemačka, Austrija, Belgija, Norveška, Irska, Danska, Finska i Estonija primjenjuju ovaj model)
2. Dvostruki model regulacije (Velika Britanija, Nizozemska i Francuska primjenjuju ovaj model)
3. Sektorski pristup (Španija, Grčka primjenjuju ovaj model)
4. Kombinacija sektorskog i dvostrukog modela. (Italija, Portugal i Kipar primjenjuju ovaj model)

2.8.1. Nadzor i regulacija finansijskih tržišta u Bosni i Hercegovini

Tržište kapitala u BiH podijeljeno je na dva dijela, odnosno na tržište kapitala u Federaciji BiH i Republici Srpskoj. Dakle, regulacija se vrši na entitetskom nivou. Propisi se odnose na tržište kapitala u FBiH i RS, ali postoji razlika u usklađenosti regulative između ovih entiteta (Centralna banka BiH, 2022).

U oba entiteta Komisije vode registar emitenata vrijednosnih papira. Regulatorni okvir tržišta kapitala u BiH obuhvata propise Komisije za vrijednosne papire i propise o Registru vrijednosnih papira. Ovlaštenja Komisije proizilaze iz propisa o vrijednosnim papirima, propisa o Komisiji za vrijednosne papire, Registra o vrijednosnim papirima, propisa o kompanijama za upravljanje fondom i investicionim fondovima i propisima o kompanijama. Kao nezavisna institucija odgovorna za superviziju i regulativu finansijskih tržišta prema ovim zakonima, Komisija ima sljedeće nadležnosti prema podacima Centralne banke BiH (2022):

- Ovlaštenja u vezi regulisanja izdavanja i trgovanja vrijednosnim papirima
- Uspostavljanje standarda za nadzor i obavještanje investitora i javnosti o aktivnostima trgovaca vrijednosnim papirima.
- Donošenje propisa i nadzor upravljanja

- Implementacija pravnih i drugih propisa koji se direktno odnose na emitovanje i trgovanje vrijednosnim papirima.
- Supervizija nad operacijama na berzi, registrom vrijednosnih papira, profesionalnim posrednicima, depozitarnim bankama i kompanijama za upravljanje fondovima.
- Preduzimanje i primjena mjera u skladu s pravnim i drugim propisima.
- Izvršavanje drugih poslova i dužnosti u skladu s pravnim i drugim propisima.

Iz navedenog je primjetan opseg i raznovrsnost ovlaštenja i zadataka koji su povezani sa regulacijom tržišta vrijednosnih papira i zaštitom interesa investitora. Cilj ovih aktivnosti je održavanje transparentnosti, integriteta i efikasnosti finansijskih tržišta.

3. FINANSIJSKE PREVARE I MANIPULACIJE

Nekontrolisani razvoj tehnologije donio je brojne prednosti, ali i nedostatke. Nažalost, prevare u privrednom i ekonomskom svijetu nisu nešto nepoznato. Svakodnevno smo svjedoci vijesti o prevarama u finansijskom sektoru, o pronevjerenim velikim iznosima novca. Međutim, postavlja se pitanje kako niko nije mogao na vrijeme uočiti pogrešne poslovne tokove?!

Da li je cijena modernog doba sve veći broj kompleksnih prevara i manipulacija? Prevare koje se dešavaju nisu samo radi povećanja prihoda ili dobiti, često se objavljuje lažna dobit. Ipak, optimizam se vraća prilikom sankcionisanja ljudi koji su na bilo koji način bili učesnici prevara. Država, kroz zakon i regulatorne okvire reguliše zloupotrebu finansijskih tržišta. Najčešće vrste prevara na finansijskom tržištu su manipulacija tržištem i trgovina povlaštenim informacijama, što će ujedno i biti fokus u ovom poglavlju rada.

3.1. Manipulacije na finansijskim tržištima

Manipulacija na finansijskim tržištima može se jednostavno opisati kao nezakonite aktivnosti pojedinca ili skupine ljudima u kojima oni ilegalno povećavaju ili smanjuju cijene vrijednosnih papira na tržištu, u cilju ostvarivanja lične dobiti.

Prema literaturi, prvi tragovi tržišne manipulacije pojavljuju se još u 17. stoljeću, kada je osnovana amsterdamska berza (Dheeraj, 2022). Sa razvojem finansijskog tržišta, njegovim širenjem, došlo je i do pojave različitih oblika i tehnika manipulacije.

Manipulacija na finansijskom tržištu uključuje primjenu različitih strategija, kao na primjer, širenje lažnih informacija o preduzećima, izvođenje raznih finansijskih transakcija kako bi se ilegalno povećala vrijednost trgovine određenim vrijednosnim papirima, odnosno stvorio dojam veće aktivnosti trgovine, nego što ona u stvarnosti jeste. Manipulacija obuhvata i namještanje cijena i kotacija s ciljem prikazivanja lažne ponude i potražnje za vrijednosnim papirima nego

što zaista jeste (Gandhi *et al.*, (2019). Važno je napomenuti da je tržišna manipulacija posebno izražena u dionicama s malim tržišnim kapitalom.

Direktiva Evropskog parlamenta (2014) je definirala manipulaciju tržištem kao :

1. Obavljanje transakcije, davanje naloga za trgovanje ili provođenje bilo kojeg drugog postupka koji :

➤ Pruža ili može pružiti netačne informacije o ponudi, potražnji ili cijeni finansijskog instrumenta ili nekog proizvoda;

➤ Drži ili vjerovatno drži cijenu jednog ili više finansijskih instrumenata, povezanih s promptnim ugovorom za robu, na neobičnom ili vještačkom nivou;

Osim ako osoba koja izvršava transakciju, izdaje nalog za trgovanje može dokazati da je takav postupak ili transakcija u skladu sa prihvaćenom tržišnom praksom utvrđenom prema članu 13;

2. Obavljanje transakcije, davanje naloga za trgovanje ili bilo koja druga aktivnost koja utiče ili može uticati na cijenu jednog ili više finansijskih instrumenata;

3. Širenje informacija putem medija, uključujući internet, ili na druge načine koji daju ili bi mogli davati lažne ili obmanjujuće signale o ponudi, potražnji ili cijeni finansijskog instrumenta;

4. Širenje lažnih ili obmanjujućih informacija ili pružanje lažnih ili obmanjujućih osnovnih podataka u vezi s referentnom vrijednošću, ili bilo koji drugi postupak kojim se manipulira izračunavanjem referentne vrijednosti.

Direktiva EU naglašava da zloupotrebe na tržištu stvaraju prepreke za potpunu transparentnost u aktivnostima na tržištu, koja je u savremenim uslovima ključa za efikasno funkcionisanje i integrirana finansijska tržišta. Propisi EU prepoznaju tri glavna tipa tržišne manipulacije:

➤ Manipulacija tržištem

➤ Trgovina na temelju povlaštenih informacija

➤ Neovlašteno otkrivanje insajderskih informacija

Pravila koja su implementirana putem EU Direktive usmjerena su na osobu, pojedince, ili kompanije koje vrše zloupotrebu tržišta putem trgovanja finansijskim instrumentima, bilo da se trgovina realizuje putem trgovačkih platformi ili privatno u pregovaranju kroz vanberzansko trgovanje.

Komisija za trgovinu vrijednosnim papirima Sjedinjenih Američkih Država (SEC) definiše manipulaciju na finansijskom tržištu kao namjerno ponašanje osmišljeno da bi zavaralo ili obmanjivalo investitore, putem kontrole ili umjetnog/vještačkog uticaja na cijenu vrijednosnih papira ili namjernog miješanja u odnos ponude i potražnje. Može biti osmišljeno da podigne ili smanji cijenu dionice ili drugog vrijednosnog papira.

Primjer manipuliranja tržištem prema Direktivi Evropskog parlamenta i vijeća (2014) obuhvata:

- Aktivnosti jedne osobe ili skupine pojedinaca koji sarađuju s ciljem ostvarenja određenih povlastica vezanih za ponudu ili potražnju finansijskog instrumenta. Dakle, njihov cilj je direktno ili indirektno uticati na kupovne ili prodajne cijene, kao i ostvariti neku drugu korist putem nepravednog načina trgovanja.
- Kupovina ili prodaja na finansijskim tržištima, na početku ili pred kraj trgovinskog dana, a sve u cilju obmanjivanja investitora koji djeluju na temelju objavljenih cijena. U tom slučaju se namjerno prikazuju posljednje transakcije ili cijene.
- Izdavanje naloga za mjesto trgovanja, uključujući njihovo povlačenje ili izmjenu, uključujući elektronska sredstva poput algoritamskih i visokofrekventnih strategije trgovanja.
- Iskorištavanje povremenom ili redovnog pristupa tradicionalnim ili elektronskim medijima iznošenjem mišljenja o finansijskom instrumentu.
- Kupovina ili prodaja na sekundarnom tržištu emisijskih jedinica prije održavanja prodaje ili kupovine, sa ciljem namještanja konačne prodajne cijene proizvoda na umjetnom nivou, ili obmanjivanja učesnika koji učestvuju u procesu kupovine i prodaje.

Sve nepravilnosti na finansijskom tržištu imaju štetne posljedice jer narušavaju integritet tržišta. Tačnije, dovode u pitanje integritet tržišta. Cijene finansijskih instrumenata bi trebale biti refleksija stvarnog odnosa ponude i potražnje, dok u slučaju manipulacije to nije slučaj.

Uticaj manipulacija na finansijskom tržištu negativno se odražava na poštenost, ravnopravnost i urednost trgovine. Onog momenta kada investitori postanu svjesni da tržište nije fer, da je podložno manipulacijama, sigurno će izbjeći aktivnosti na takvom tržištu.

Proučavanje manipulacije na finansijskom tržištu jeste aktuelna tema, ali ipak nije dovoljno istražena u odnosu na druge trendove i elemente koji se ispituju u vezi finansijskog tržišta. Neki autori (Huang, Chen i Cheng, 2005) smatraju da tržišna manipulacija nije detaljno ispitana u akademskoj literaturi. Mogućnost manipulacije tržištem direktno utiče na regulisane trgovine, kao i na efikasnost tržišta. Mogućnost da se tržištima može manipulirati je važno pitanje kako za regulisanje trgovine tako i za efikasnost tržišta. Regulatorna tijela zadužena za sigurnost zabranjuju tržišne manipulacije zbog njihovog narušavanja cijena, ometaju transparentnost cijena i stvaraju „mrtve“ gubitke.

Na savremenim finansijskim tržištima, manipulacije se često izvode na prikrivene načine koji se teško otkrivaju i reguliraju. Iako se čini da su manipulativne aktivnosti smanjene na glavnim berzama, to i dalje predstavlja ozbiljan problem kako na organizovanim tržištima, tako i na vanberzanskom tržištu (OTC) kako u SAD, kao najrazvijenijem finansijskom tržištu. Ovo se odnosi i na tržišta u razvoju, posebno iz razloga što je regulacija na ovakvim tržištima nedovoljno razvijena, i manipulacije su više prostranjene. Konkretno, na mnogim tržištima u nastajanju gdje je zakonska regulativa i implementacija slaba, manipulacija je još uvijek

raširena. Khwaja i Mian (2005) sugerišu da bi manipulacija još uvijek mogla biti prilično rasprostranjena na tržištima u razvoju. Čak i u relativno dobro uređenom SAD-u, postoje dokazi preko 100 slučajeva dokumentirane manipulacije cijenama tokom 1990-ih godina kada su malverzacije postale očiglednije i kada je postalo evidentno da se mora ozbiljnije raditi na uvođenju mjera i regulative zaštite (Aggarwal i Wu, 2004). Iako su krajem 90-tih i početkom 2000-tih uvedene brojne regulative sa ciljem da se suzbiju malverzacije, činjenica je da su se one dešavale i kasnije, a neke slučajeve ćemo opisati u nastavku.

3.2. Metode manipulacije na finansijskom tržištu

Manipulacija se može „pojaviti“ u različitim oblicima, od insajdera koji mijenjaju cijene dionica, do objavljivanja lažnih informacija putem interneta, ili putem društvenih mreža. Također, velike transakcije mogu imati uticaj na cijene. Na primjer, prilikom kupovine velikog broja dionica, trgovac može inicirati rast cijene.

Prepoznavanje manipulacije kod vrijednosnih papira kojima se aktivno trguje i koji imaju visoku likvidnost, može biti izazovno, ali istovremeno je teže izvesti manipulaciju sa takvim vrstama vrijednosnih papira. Često je dosta lakše manipulirati dionicama malih kompanija koje imaju skromne dnevne obime trgovine nego sa dionicama kompanija koje imaju veliku tržišnu kapitalizaciju.

Među najčešće korištene metode manipulacije jesu „pump-and-dump“ koja predstavlja tržišnu manipulaciju koja se često koristi za vještačko napuhavanje cijene dionica prije nego se iste prodaju. Druga metoda koja se dosta često koristi jeste „trash and cash“ koja predstavlja metodu u kojoj se namjerno daju lažne pogrdne izjave o dionici kako bi se ona jeftino kupila.

„Pump-and-dump“ je manipulativna strategija koja ima za cilj povećanje cijene dionica ili vrijednosnih papira putem lažnih preporuka. Ove preporuke su zasnovane na netačnim, neprikladnim ili preuveličanim izjavama. Počinioci „pump-and-dump“ strategije već imaju uspostavljenu poziciju u dionicama kompanije i prodat će svoje pozicije nakon što „pompa“ dovede do veće cijene dionica. Ova praksa je nezakonita i može dovesti do ozbiljnih novčanih sankcija. Rastuća popularnost kriptovaluta rezultirala je proliferacijom „pump-and-dump“ strategija unutar industrije.

Tradicionalno, „Pump-and-dump“ strategije su se provodile putem „hladnog poziva“¹. Međutim, s pojavom interneta, veći dio ovih aktivnosti je prebačen na digitalni svijet. Prevaranti

¹ Hladni poziv u prodaji, u ovom radu u kontekstu prodaje vrijednosnih papira, odnosi se na telefonski ili lični kontakt s potencijalnim klijentima koji prethodno nisu pokazali interes za proizvod ili uslugu koju prodajna osoba nudi. Analogno tome, prodavac inicira kontakt i pokušava prodati svoj proizvod ili uslugu potencijalnom klijentu koji se možda nije ni susreo s tim proizvodom ili uslugom.

danas mogu proslijediti veliki broj e-mail poruka ili objaviti poruke na internetu kako bi privukli investitore da brzo kupe dionice.

Takve poruke obično tvrde da sadrže neke insajderske informacije o bliskom razvoju koji će rezultirati dramatičnim rastom cijena dionica. Nakon što kupci kupe dionice, koje su već značajno porasle, pokretači „pump-and-dump“ strategije prodaju svoje dionice. U ovim situacijama, obim prodaje ovih dionica je obično značajan, što uzrokuje drastičan pad cijene. Kao rezultat, mnogi investitori trpe velike finansijske gubitke.

„Pump-and-dump“ strategije obično ciljaju dionice malih kompanija koje imaju nisku kapitalizaciju i provode se na manje regulisanim berzama, što omogućava ovakve manipulativne radnje.

Metoda „trash and cash“ se dešava u situaciji kada mala skupina informisanih ljudi namjerno širi lažne informacije, glasine i druge štetne informacije („trash“), kako bi nakon toga dionice bile dostupne po nižoj cijeni („cash“). Ako ova strategija donese uspjeh, članovi ove grupe mogu kupiti dionice po povoljnim cijenama, jer će cjelokupno tržište rasprodati svoje vrijednosne papire, uzrokujući nagli pad cijene.

„Trash and cash“ je strategija kojom se ciljano pokušava pomjeriti tržišna cijena vrijednosnog papira objavljivanjem ili promovisanjem lažnih, negativnih informacija o kompaniji ili imovini. Učesnici „trash and cash“ nastoje kupiti ciljani vrijednosni papir po niskoj cijeni, svjesni da privremeno smanjena tržišna cijena ne odražava pravu vrijednost vrijednosnog papira i da će cijena biti kada ostatak tržišta to otkrije. Kasnije mogu ostvariti profit prodajom tog vrijednosnog papira.

Istraživanja su pokazala da je tržišna manipulacija koja ima za cilj uticaj na cijene, potencijalno profitabilna za one koji je provode, ali šteti društvu smanjujući djelotvornost arbitraže u otkrivanju prave vrijednosti vrijednosnih papira i na taj način smanjujući efikasnost tržišta u raspodjeli proizvodnih resursa u privredi (Liorente *et.al.*, 2002).

„Trash and cash“ je suprotnost od „pump and dump“ strategije, gdje će jedan ili više pojedinaca širiti lažne informacije o vrijednosnom papiru u nadi da će vještački podignuti cijenu i kasnije prodati svoju poziciju po znatno višoj cijeni. „trash and cash“ je relativno rjeđa strategija, jer potencijalni dobitci koji proizilaze iz kupovine i prodaje vrijednosnih papira manje vrijednosti, obično su veći od potencijalne dobiti koja se ostvaruje kroz aktivnost „trash“, a zatim prodajom dobro poznate, skuplje dionice. Obje ove metode su nezakonite aktivnosti i kažnjive od strane svih regulatornih agencija na svijetu.

Allen i Gale (1992) klasifikuju dvije kategorije manipulacija: Prva kategorija se može opisati kao manipulacija zasnovana na akciji, odnosno manipulacija zasnovana na radnjama koje

mijenjaju stvarnu ili percipiranu vrijednost imovine. Druga kategorija se može opisati kao manipulacija zasnovana na informacijama, odnosno manipulacija zasnovana na namjernom objavljivanju lažnih informacija ili širenju lažnih glasina.

3.3. Povlaštene/insajderske informacije kao osnova za tržišnu manipulaciju

3.3.1. Definisane povlaštenih informacija

Prema smjernicama Direktive EU o sprečavanju zloupotrebe tržišta, definira se da je povlaštena informacija ona informacija koja nije javno dostupna, te se direktno ili indirektno odnosi na finansijski instrument. Takva informacija, ukoliko bi bila javno objavljena, značajno bi uticala na cijenu nekog finansijskog instrumenta. Dakle, posjedovanje povlaštenih informacija pojedinca, dovodi do stvaranja prednosti na tržištu, ali na ilegalan način. To se direktno odražava na štetu trećih lica koji ne raspolažu takvim informacijama, šteti povjerenju investitora, te se narušava integritet finansijskog tržišta.

U skladu sa direktivom EU, zloupotreba povlaštenih informacija nastaje kada pojedinac posjeduje interne informacije i koristi te informacije kako bi ostvario korist ili obavio transakciju kupovine ili prodaje finansijskih instrumenata, za svoj račun ili za račun trećeg lica. Također, ukoliko se na temelju internih informacija, otkaže ili izmjeni nalog koji je povezan sa finansijskim instrumentom na koji se odnosi ta informacija, to se također smatra insajderskim poslom (Evropski parlament i Vijeće, 2014).

U praksi postoje primarni i sekundarni insajderi. Primarni insajderi su (npr. direktori, menadžeri, nadzorni odbor i slično) pojedinci koji posjeduju povlaštene informacije ili ostvaruju finansijsku korist na temelju trgovine sa njima.

Sekundarni insajderi su osobe koje, također imaju povlaštene informacije, ili su svjesne da je riječ o tome, međutim te informacije su saznale od neke druge osobe, koja ne mora biti insajder. Također, osoba koja posjeduje povlaštene informacije, ne smije ih nezakonito objaviti, preporučiti drugima da trguju na osnovu tih informacija ili trgovati sa njima.

Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrijednosti (The International Organization of Securities Commissions – IOSCO) poseban akcenat je stavila na ovu vrstu trgovine u svojim dokumentima i zakonima.

Ukoliko se fokusiramo na situaciju u Bosni i Hercegovini, kao što navodi Zakon o tržištu vrijednosnih papira Federacije, član 225 (Z.BiH. Službene novine Federacije BiH, br.85(08)) se bavi problemom trgovine na temelju povlaštenih informacija. Zakon o tržištu vrijednosnih papira FBiH strogo je definisao zabranu osobama koje imaju pristup povlaštenim

informacijama. Ovim se obuhvata: zabrana korištenja povlaštenih informacija prilikom kupovine ili prodaje hartija od vrijednosti, otkrivanje povlaštenih informacijama drugima kao i davanje savjeta drugim licima na osnovu povlaštenih informacijama koje posjeduju.

3.3.2. Insajderska trgovina

Insajder je osoba koja posjeduje ili ima pristup vrijednim nejavnim informacijama o korporaciji ili vlasništvo nad dionicama koje iznose više od 10% kapitala firme. Ovo čini direktore kompanije i visoke rukovodioce u kompaniji insajderima. Insajderima je zakonski dozvoljeno da kupuju i prodaju dionice firme i svih podružnica koje ih zapošljavaju. Ali, ove transakcije moraju biti propisno registrovane kod Komisije za vrijednosne papire i berze (SEC) i obavljaju se uz prethodnu prijavu.

Direktiva EU o zloupotrebi tržišta u dijelu insajderske trgovine ukazuje na neovlašteno objavljivanje povlaštenih informacija. Tu se definiše da ovakvo ponašanje postoji kada pojedinac posjeduje povlaštene informacije i dijeli ih sa drugim osobama, osim u situacijama kada se informacije prenose regularno kao sastavni dio posla, struke ili dužnosti.

Zakonita insajderska trgovina često nastaje, kada izvršni direktor otkupi dionice svoje kompanije, ili kada drugi zaposlenici investiraju u dionice u kompaniji u kojoj su zaposleni. Često, generalni direktor ulaže u dionice, i može uticati na kretanje cijena dionica koje posjeduje. S druge strane, još problematičniji oblik insajderske trgovine je nezakonita upotreba nejavnih informacija, za ostvarenje profita. Bitno je naglasiti da to mogu učiniti različite osobe, uključujući rukovodstvo kompanije, njihove prijatelje, porodica, ili čak obične osobe, sve dok informacije nisu javno dostupne.

SEC je u mogućnosti da prati ilegalno trgovanje insajderima, tako što posmatra obim poslovanja bilo koje dionice. Uglavnom se količina povećava kada se u javnosti objave materijalne vijesti, ali kada se takve informacije ne objave, a obim drastično raste, to odmah može biti signal upozorenja. Nakon toga SEC istražuje kako bi precizno utvrdio ko je odgovoran za neouobičajeno trgovanje i da li je bilo nezakonito ili ne.

3.3.3. Metode dokazivanja trgovine na temelju povlaštenih informacija

Dokazivanje trgovine na temelju povlaštenih informacija je izuzetno kompleksan proces, koji zavisi od pravne regulacije države. SEC kontroliše insajdersku trgovinu na nekoliko načina. Jedan od najboljih načina za identifikovanje trgovine na temelju povlaštenih informacija je kontinuelan nadzor tržišta. Na primjer, SEC posjeduje posebne alate za identifikaciju ilegalne insajderske trgovine, naročito kada su u pitanju izvještaji o zaradi. Opšte poznato je da se većina insajderskih trgovina dešava zbog želje za mnogo većom zaradom, i sve abnormalne zarade

privlače sumnju i mogućnost istrage od strane SEC-a. Također, postoje primjeri gdje „bijesni trgovci“ nazovu SEC, jer su informacije o cijeni dionice plasirane, prije nego je kompanija napravila tendersku ponudu. Ovakvi slučajevi pomažu otkrivanje insajderske trgovine.

3.4. Instrumenti prevencije tržišne manipulacije

Direktiva EU o zloupotrebama na finansijskom tržištu prepoznaje tržišnu manipulaciju kao jedan od oblika zloupotrebe finansijskog tržišta. Prema ovoj Direktivi 594/2014 (Evropski parlament i Vijeće, 2014), pod manipulacijom na finansijskom tržištu se između ostalog podrazumijeva:

- Pružanje lažnih ili obmanjujućih signala u vezi sa ponudom, potražnjom ili cijenom finansijskih instrumenata
- Izvođenje transakcije ili davanje naloga za transakciju koja ima vjerovatnoću uticaja na cijenu jednog ili više finansijskih instrumenata
- Aktivnosti širenja dezinformacija putem različitih medija, uključujući i Internet, a sve sa ciljem stvaranja lažnih signala ili zavaravajućih informacija koje se odnose na određene vrijednosne papire
- Prenošenje ili davanje lažnih informacija koje se odnose na referentnu vrijednost aktive kojom se trguje
- Aktivnosti jedne ili više osoba koje imaju za cilj zajedničku saradnju kako bi dominirali na finansijskom tržištu
- Kupovina ili prodaja finansijskog instrumenta na početku ili na kraju trgovanja, kako bi se osigurao efekat obmane investitora na osnovu cijena koje su objavljene, uključujući cijene na otvaranju i zatvaranju tržišta.

S obzirom da postoje brojne mogućnosti manipulisanja na finansijskom tržištu, nadzorna tijela i regulativa, su razvile mnogobrojne alate koji se koriste za sprečavanje i umanjeње manipulativnog ponašanja na finansijskom tržištu.

Regulativa protiv manipulacije ima za cilj očuvanje integriteta tržišta vrijednosnih papira, derivata i osnovne imovine povezane sa tim derivatima.

Cilj pravila je osigurati da se cijene formiraju putem objektivne i zajedničke procjene kupaca i prodavaca. Također, pravila su usmjerena na sprečavanje širenja dezinformacija na tržištu, i zloupotrebu tržišnog položaja i moći. Svrha ovih pravila pojačati sposobnost regulatora kako bi osigurali nezavistan mehanizam trgovanja i određivanja cijena na tržištu.

Unutar određenih pravno-regulatornih okvira, manipulacija može biti krivično djelo u skladu sa zakonima koji regulišu prevare. Na primjer, u situaciji kada se kroz transakciju finansijskim

instrumentom izvodi stvarna ili lažna trgovina tim instrumentom, ili se uzrokuje rast ili pad cijene tog instrumenta, a sve to sa ciljem obmane ili djelovanja kao prevara na tržištu finansijskih instrumenata, jedan zakon može klasifikovati takvo ponašanje kao krivično djelo prevare. Takva regulativa ima za svrhu zaštitu integriteta tržišta vrijednosnih papira i osiguravanje fer i transparentnog okruženja za trgovanje finansijskim instrumentima (IOSCO, 2000). Stoga se putem regulacija nameću pravila, zahtjevi, za objavljivanje informacija, što je još jedan dodatni alat kojim se sprečavaju manipulacije. Tako se, na primjer, od emitenta može zahtijevati da objavljuje informacije koje su cjenovno osjetljive a što u konačnici za cilj ima smanjenje informacijske asimetrije koja olakšava manipulaciju.

U nekim jurisdikcijama mogu se uvoditi i pravila koja zabranjuju manipulaciju u konkretnim situacijama. Tako se mogu zabraniti manipulativne aktivnosti na određenim tržištima. Osim toga, jurisdikcija može imati pravila koja ciljano onemogućuju manipulaciju od strane određenih učesnika na tržištu. Neka pravila zahtijevaju pokazivanje manipulativne namjere ili svrhe. Osim širokih zabrana koje su osnova za borbu protiv manipulacije, postoji niz drugih odredbi i alata osmišljenih da spriječe manipulaciju (IOSCO, 2000).

3.4.1. Prevencija tržišnih manipulacija na tržištu vrijednosnih papira

Kako bi se osigurala prevencija tržišne manipulacije, neophodno je razumjeti potencijalne prilike za manipulaciju koje se mogu desiti tokom trgovine. Neki od načina za prevazilaženje manipulacija su:

Prodaja na kratko - Na finansijskom tržištu postoji tehnika poznata kao „prodaja na kratko“ ili „short selling“. Ova strategija uključuje prodaju finansijskog instrumenta koji investitor ne posjeduje u trenutku prodaje. Suština ove strategije je da investitor predviđa pad cijene finansijskog instrumenta, kako bi ga kasnije mogao kupiti po nižoj cijeni i ostvariti profit. Važno je napomenuti da ga prodavac mora posuditi na kratko vrijeme, obično od brokera, dlera ili nekog drugog institucionalnog investitora. Pozicija se zatvara vraćanjem posuđenog instrumenta zajmodavcu, obično kupovinom na otvorenom tržištu.

U određenim jurisdikcijama uvode se takva pravila prodaje na kratko koja sprečavaju prodavce da se uključuju u radnje koje uzrokuju ili ubrzavaju pad cijena vrijednosnih papira, bez obzira na namjeru prodavca na kratko. Pored toga, mnoge nadležnosti koriste pravila koja zahtijevaju otkrivanje prodaje na kratko (pred regulatorima, tržištem ili oboje) kako bi odvratili ili spriječili manipulativne kratkoročne trgovine.

Drugi potencijalno manipulativni oblik trgovanja uključuje *kupovine uz marginu*. Kupovina uz marginu je investicijska strategija u kojoj investitor koristi posuđeni novac od svog brokera,

kako bi jednim dijelom finansirao kupovinu finansijskog instrumenta. Ova strategija nosi veći rizik, ali i omogućava investitoru da ostvari potencijalno veći profit.

U nekim jurisdikcijama postoje pravila kojima se ograničava *učesće investitora na primarnom tržištu*, odnosno prilikom emisije vrijednosnih papira. Obično se radi o pravilima koja se odnose na kontrolu ponuda s ciljem da se osigura učinkovita i transparentna procedura ponude finansijskih instrumenata. Tokom emitovanja vrijednosnih papira, kao što su inicijalne javne ponude (IPO) ili sekundarne ponude, mogu postojati ograničenja u vezi s tim ko smije učestvovati u ponudi i na koji način. Ova pravila obično ciljaju na pojedince ili subjekte koji bi mogli imati nepravednu prednost ili potencijal za manipulaciju tržištem tokom procesa ponude.

Pravila mogu postaviti restrikcije na aktivnosti posrednika, izdavatelja, prodavatelja vrijednosnih papira i drugih sudionika u procesu ponude vrijednosnih papira. Mogu se nametnuti ograničenja u trgovanju, stabilizaciji cijena, širenju informacija i drugim radnjama koje bi mogle umjetno uticati na tržišnu cijenu ili ishod ponude. Cilj ovih pravila je poticanje transparentnosti, održavanje jednakih uslova i zaštita investitora tako što se sprečavaju manipulativne prakse ili nepravedne prednosti tokom procesa ponude.

Metode izračunavanja berzanskog indeksa, jeste još jedna strategija za prevenciju tržišne manipulacije. Kada se kreiraju berzanski indeksi, postoji nekoliko metoda, poput: ponderisana kapitalizacija, modifikovana ponderisana kapitalizacija itd. U nekim slučajevima, kao što je praksa u određenim zemljama, ponderi se mogu revidirati kvartalno, te se prilagoditi po potrebi (Hautcoeur, 2006). Ključno je da uslovi bilo koje metodologije izračunavanja pondera moraju biti jasno definisani i široko objavljeni i zasnovani na objektivnim standardima za inicijalno i kontinuirano kotiranje. Različite metode izračunavanja indeksa su osmišljene kako bi se osiguralo da je indeks dovoljno uravnotežen i raznolik što otežava pokušaje manipulacije (IOSCO, 2000). Uvođenje zahtjeva za izračunavanje i ažuriranja berzanskog indeksa i njegovog objavljivanja imaju za cilj smanjenje mogućnosti manipulacije. Ovi zahtjevi igraju ključnu ulogu u osiguravanju integriteta i transparentnosti indeksa. Bez takvih zahtjeva, čak reorganizacija berzanskog indeksa, na primjer, može stvoriti priliku za manipulaciju.

Pored ovih zahtjeva, mogu se nametati i neki drugi zahtjevi poput minimalne kapitalizacije, mjesečni obim trgovanja, prosječne cijene na zatvaranju po obimu i relativni ponderi komponentnih vrijednosnih papira. Ovi zahtjevi su struktuirani da minimiziraju potencijal za manipulaciju indeksom.

3.4.2. Prevencija tržišnih manipulacija na tržištu derivata

Tržišne manipulacije i zloupotrebe dešavaju se i na tržištu derivata, te je od velike važnosti upravljati i tim aktivnostima u cilju suzbijanja manipulativnih radnji. Neke od strategija za prevenciju manipulacija na ovom tržištu su:

Dizajniranje derivativnog ugovora. Ovo podrazumijeva da je potrebno napraviti ugovor o derivatu koji će biti usklađen sa osnovnim tržištem, odnosno sa tržištem na čijoj je podlozi emitovan derivat. Ugovori o derivatima funkcionišu učinkovitije i manje su podložni manipulacijama. Također manje je vjerovatno da će poremetiti funkcionisanje tržišta novca, kada uslovi ugovora o derivatima tačno odražavaju potrebe određenog tržišta za osnovnom imovinom. Kako bi se derivativni ugovori prilagodili osnovnom gotovinskom tržištu, ključno je poznavati tržište na kojem se trguje, zbog procjene specifikacije derivatnog ugovora koji se temelji na nekoj imovini. Posebna pažnja mora biti usmjerena na cijene, sistem isporuke kao i historijskim obrascima proizvodnje, potrošnje i ponude osnovne imovine.

Još jedan način za sprečavanje ovih manipulacija jeste uvođenje *limita u pozicijama*. Uz elemente dizajna ugovora, kako bi se poboljšao integritet tržišta, mogu se primjeniti i druge strukturne mjere. Jedna od tih mjera, koja je usvojena u određenim pravnim okvirima, je ograničenje veličine pozicija koje učesnici na tržištu mogu zauzeti. Cilj ovoga je spriječiti izuzetno velike izloženosti, bez obzira da li su u pitanju duge (kupovne) ili kratke (prodajne) pozicije, koje bi mogli kontrolirati na tržištu. Kada kažemo “izuzetno velike izloženosti”, mislimo na situaciju u kojoj osoba ili grupa akumulira ogromnu količinu instrumenata, što može stvoriti neravnotežu na tržištu i potencijalno uticati na cijene i stabilnost tržišta. Također, ograničenja pozicija pomažu smanjenju finansijskog rizika članova berze uzrokovanog pozicijama kupaca ili vlasničkim pozicijama.

Upravo zbog toga, ograničenje se primjenjuje kako bi se osiguralo da niko ne stvori ogroman uticaj na tržište, bez obzira na to da li se radi o kupovini ili prodaji. Cilj je održavanje ravnoteže i integriteta tržišta, kako bi trgovina bila stabilna za sve učesnike.

Kako bi se spriječilo manipulisanje cijenom neke imovine, mogu se primijeniti i mjesečna ograničenja pozicija na tržištu gdje se trguje stvarnim proizvodima. Ova pravila mogu zahtijevati da trgovici na tržištu dostave više stvarne imovine nego što je ekonomski dostupno, čime se onemogućava manipulacija cijenom (IOSCO, 2000). Međutim, moguće je dobiti dozvolu za izuzeće ili prilagođavanje ograničenja pozicije u slučaju „bona fide hedginga“² pod uslovom da ne ugrožavaju urednu likvidaciju isteklog ugovora. Ograničenja koliko imovine

² Bona fide hedging se koristi kada trgovci žele zaštititi svoje pozicije od potencijalnih gubitaka zbog promjene cijena ili tržišnih uvjeta. To uključuje preuzimanje suprotnih pozicija (kupovine i prodaje) kako bi se umanjio rizik.

može biti u posjedu sudionika na tržištu, određuje regulatorno tijelo ili berza. Ograničenja se moraju primjenjivati na pojedinačne sudionike ili grupe sudionika koji trguju prema izričitom sporazumu. Važno je napomenuti da nije svaka imovina podjednako osjetljiva na manipulaciju. Ako je tržište duboko i likvidno, ograničenja pozicije možda i nisu tako važna za sprečavanje manipulacije.

3.5. Mjere i alati za prepoznavanje tržišne manipulacije

Nadzor finansijskog tržišta ima za cilj otkrivanje nepovoljnih situacija i poduzimanje određenih mjera, kako bi se izbjegli problemi na tržištu i spriječila manipulacija. Regulatori trebaju biti u toku s aktuelnim dešavanjima na tržištu. Neke metode nadzora obuhvataju:

Prijava vlasništva i kontrole preduzeća - Radi sprečavanja manipulacija na tržištu, postoji pravilo koje zahtijeva da preduzeća podnesu dokumentaciju o korporativnom vlasništvu i kontroli. Na osnovu toga, nadzorni organi mogu identificirati potencijalne aktere koji bi mogli izvršiti manipulaciju. Također, omogućava nadzornim organima da dobiju bitne informacije o vlasničkoj strukturi, što im pomaže u očuvanju integriteta tržišta.

Sistemi nadzora - Programi nadzora obuhvataju uspostavljanje sistema izvještavanja koji pomažu nadzornim organima da procijene velike pozicije uzimajući u obzir različite tržišne faktore. Ovi faktori uključuju uloženi novac na tržištu novca, pozicije trgovaca na drugim tržištima, koncentraciju pozicija i sposobnost izvršavanja isporuke, kao i finansijske rizike. Sistemi izvještavanja bilježe dnevne pozicije i identitet trgovaca kada njihove otvorene pozicije u određenom derivatu pređu minimalni prag. Ovakvi sistemi pomažu nadzornim organima da grupišu pozicije povezanih lica kako bi lakše identifikovali tržišnu moć.

Sistemi nadzora, uključujući prikupljene informacije dobijene putem izvještavanja o položaju, mogu biti dizajnirani da hvataju informacije koje omogućavaju sljedeće vrste analiza (IOSCO, 2000):

- Praćenje promjena u cijeni ili obimu određenog vrijednosnog papira ili ugovora o derivatima i osnovne imovine, kao i promjena cijene ili obima povezanih vrijednosnih papira ili ugovora o derivatima i osnovne imovine;
- Identifikacija koncentracije vlasništva i mogućih tajnih i usklađenih aktivnosti sudionika na tržištu;
- Provođenje finansijskog nadzora kako bi se prepoznali potencijalno veliki gubici ili dobiti na tržištu od strane firmi koje trguju za svoje račune, ili velikih učesnika na tržištu koji trguju preko firme.

Nadzor interneta i drugih medija- Nadzor javno dostupnih informacija obuhvata uključivanje medija kao što su novine, televizija, izvještaji i analitički istraživački materijali. Posebna pažnja i vještine nadzora su potrebni na polju vrijednosnih papira, zbog interneta i njegovih osobina, kao što su brza i široka dostupnost. Brzina širenja informacija na internetu predstavlja izazove za regulatore u identifikaciji i čuvanju dokaza.

Kada su u pitanju mjere za otkrivanje tržišne manipulacije, ključno je imati pravila za prijavu vlasništva i kontrole preduzeća. Ova pravila sprečavaju manipulaciju tržištem i pomažu regulatorima da otkriju potencijalne manipulatore. Neophodni su nadzorni sistemi, kao i praćenje pozicija i izvještavanje, kako bi regulatori mogli procijeniti velike pozicije i identificirati tržišnu moć grupirajući srodne pozicije.

Ovi sistemi obuhvataju kontrolu promjene cijena, identificiraju koncentraciju vlasništva i analiziraju finansijske rizike radi otkrivanja potencijalnih dobitaka ili gubitaka na tržištu. Nadzor interneta i drugih medija je veoma važan zbog brze i široke distribucije informacija, što također zahtijeva posebnu pažnju i stručnost regulatora radi identifikacije i prikupljanje dokaza.

4. SADAŠNJA REGULACIJA ZLOUPOTREBE TRŽIŠTA

Manipulacije na finansijskom tržištu mogu da naprave brojne negativne posljedice. Uzimajući u obzir to, države implementiraju odgovarajuću regulativu kako bi ublažili negativne efekte tržišne manipulacije. U nastavku ćemo dati pregled regulativa koje se odnose na zloupotrebu tržišta u EU i SAD.

4.1. Evropska unija i regulativa za prevenciju manipulacije na tržištu

Sloboda kretanja kapitala jeste jedan od najvažnijih postulata Evropske unije. Evropska ekonomska politika ima zajednički cilj da kreira jedinstven način regulacije nacionalnih tržišta. Zemlje EU su orijentisane finansiranju putem bankarskih kredita, više nego ka finansiranju na tržištu kapitala emisijom vrijednosnih papira. Evidentno je da je neophodno raditi na odgovarajućoj regulativi i jačanju institucija koje će pomoći i osigurati transparentnost finansijskog tržišta, na kojem će se smanjiti mogućnost manipulativnih radnji i njihova realizacija.

4.1.1. ESMA nadzorno tijelo u EU

Na nivou EU formirano je nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržište kapitala – ESMA. Zaduženo je za integritet, efikasnost, transparentnost i slobodno funkcionisanje evropskih tržišta kapitala, kao i za zaštitu investitora. ESMA je odgovorna za postavljanje pravila i nadzor

ponašanja agencija za ocjenu kreditnog rejtinga. S druge strane, nacionalni regulatori tržišta su nadležni za regulaciju i nadzor tržišta kapitala unutar zemalja Evropske unije. Glavna misija ESMA-e je unaprijediti zaštitu investitora, promovirati uređena finansijska tržišta, i očuvati finansijsku stabilnost.

ESMA provodi svoju misiju u Evropskom sistemu finansijskog nadzora (ESFS) putem aktivne saradnje sa nacionalnim i drugim tijelima EU. Iako ESMA ima jedinstvenu ulogu fokusiranu na regulaciju unutar ESFS-a – fokusirajući se na regulaciju i nadzor vrijednosnih papira i finansijskih tržišta na nivou EU – ona blisko saraduje s nacionalnim nadležnim tijelima kako bi osigurala najefikasniju regulaciju i nadzor finansijskih tržišta EU u cjelini. S obzirom na sve veću integraciju između različitih finansijskih sektora, ESMA će u budućnosti poboljšati svoj rad s drugim tijelima i institucijama EU, posebno u pogledu sektora osiguranja i bankarstva, s Evropskim bankovnim tijelom (EBA) i Evropskim tijelom za osiguranje i profesionalne penzije (EIOPA), uključujući preko Zajedničkog komiteta ESA (ESMA, 2022).

4.1.2. Propisi Evropske unije u vezi zloupotrebe tržišta

Kada analiziramo regulative EU koje čine temelj implementacije ovih pravila u EU, ključno je spomenuti Direktivu EU broj 596/2014. godine o sprečavanju zloupotrebe tržišta. Ovom direktivom je stavljen izvan snage prethodna Direktiva 2003/6/EZ Evropskog parlamenta i Vijeća kao i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (Evropski parlament i Vijeće, 2014).

Zloupotreba tržišta sprečava potpunu transparentnost koja je neophodna za trgovanje na savremenim integrisanim finansijskim tržištima. Pravila jasno zabranjuju tri vrste zloupotrebe:

- manipulacija tržištem
- insajdersko poslovanje
- nezakonito otkrivanje insajderskih informacija

Direktiva o zloupotrebi tržišta (Market Abuse Directive, MAD) – Direktiva 2014/57/EU o sankcijama za zloupotrebu tržišta, zahtijeva od država članica usvajanje zajedničkih definicija kaznenih djela trgovanja na temelju povlaštenih informacija i manipulacije tržištem. Također, zahtijeva da propišu maksimalne kazne za najozbiljnija krivična djela zloupotrebe tržišta. Države članice su obavezne osigurati da takvo ponašanje, uključujući manipulaciju kamatnim stopama, bude zakonski sankcionisano, kažnjivo učinkovitim sankcijama širom Evrope.

Uredba o zloupotrebi tržišta (Market Abuse Regulation - MAR) broj 596/2014 Evropskog parlamenta i Vijeća od 16.aprila 2014.godine, proširuje raspon instrumenata obuhvaćenih okvirom za sprečavanje zloupotrebe tržišta. Posebno pojačava režim za tržišta roba i srodnih

derivata. MAR izričito zabranjuje manipulaciju referentnim stopama, kao što je LIBOR, i daje regulatorima veće ovlasti za istraživanje i izricanje sankcija. Također uspostavlja jedinstven pravilnik, istovremeno smanjujući administrativna opterećenja za manje i srednje emitente, u situacijama gdje je to moguće.

Uredba za zloupotrebu na finansijskom tržištu (MAR) primjenjuje se na pojednice ili kompanije koje izvrše zloupotrebu tržišta tokom trgovine finansijskim instrumentima, bilo putem platformi za trgovanje ili u privatnim pregovorima izvan tih platformi, sve dok ta zloupotreba može uticati na:

- Finansijske instrumente kojima se trguje na određenim tržištima,
- Finansijske instrumente čija cijena ili vrijednost zavise ili utiču na cijenu ili vrijednost finansijskog instrumenta kojima se trguje na određenim tržištima.

Spomenuta Uredba MAR, usmjerena je na to da zakonodavstvo EU ide u korak promjenama na tržištu, kako bi se smanjila i suzbila zloupotreba na finansijskim tržištima. Ovo uključuje tržište derivata povezanih s robom, kao što su zlato ili pšenica. Uredba izričito zabranjuje manipulaciju robom i referentnim stopama, kao što je Euribor (međubankarska kamatna stopa eura).

Direktivom se jačaju istražne i sankcionarne ovlasti regulatora koje su imenovala države članice EU, kako bi se osiguralo pravilno funkcionisanje njihovih finansijskih tržišta. Ovim pristupom se osigurava jedinstven pravilnik unutar EU, istovremeno smanjujući administrativna opterećenja za manje i srednje emitente gdje je to moguće.

MAR zahtijeva od država članica da osiguraju da nadležna tijela budu ovlaštena da izreknu određene administrativne sankcije, ili da mogu primijeniti administrativne mjere u situacijama u kojima se krše odredbe MAR-a. Ovom regulativom dodatno se pojačavaju ovlaštenja nadzornih organa koje imenuju pojedine države članice, sve u cilju pravilnog funkcionisanja njihovih finansijskih tržišta. Na primjer, ova ovlaštenja uključuju mogućnost provođenja inspekcija i istraga na licu mjesta, ili mogućnost traženja zamrzavanja ili privremeno oduzimanje imovine.

U cilju proširenja okvira za sankcionisanje koji predviđaju novi MAD i MAR, Evropska unija je 2016.godine donijela posebnu Uredbu o referentnim vrijednostima. Ova Uredba uspostavlja zajednički skup pravila koji regulišu proizvodnju i upotrebu mjerila u različitim državama članicama. Konkretno, prema novim pravilima osigurava se da administratori referentnih vrijednosti podliježu prethodnoj autorizaciji i konstantnom nadzoru, zavisno od vrste referentne vrijednosti (kao što su referentne vrijednosti za robu, ili kamatne stope). Ova poboljšanja uključuju jačanje upravljanja, kao što je upravljanje sukobom interesa, te zahtjev za većom transparentnosti u proizvodnji tih referentnih vrijednosti. Pored toga, Uredba postavlja okvire za adekvatan nadzor ključnih referentnih vrijednosti, kao što je Euribor/Libor, čiji bi neuspjeh

mogao stvoriti rizik za mnoge sudionike na tržištu, pa čak i stabilnost i integritet finansijskog tržišta.

Izmjene regulativa koje imaju formu zakona u ovom kontekstu uključuju:

Izmjena Uredbe (EU) 2016/1011 o indeksima koji se koriste kao finansijska mjerila. Ova direktiva uspostavlja zajedničke standarde EU u cilju sprečavanja manipulacije mjerilima, posebno kamatnim stopama koje mogu uticati na cijenu finansijskih instrumenata, ili finansijskih ugovora, kao što su hipoteke ili krediti. Osnovni elementi ove direktive su:

- Pojašnjenje pravila koja se odnose na potrebu da menadžeri i njima povezane osobe obavijeste emitenta ili nadležno tijelo o transakcijama koje se izvršavaju za svoj račun u vezi sa finansijskim instrumentima koji su povezani sa dionicama ili dužničkim instrumentima njihovog emitenta.
- Zahtjev da se svaka transakcija finansijskih instrumenata čiji je iznos iznad minimalnog praga mora prijaviti emitentu i nadležnom organu. Postoji izuzetak kada povezani finansijski instrument pruža izloženost od 20% ili manje prema dionicama ili dužničkim instrumentima emitenta. Također, osoba koja obavlja menadžerske odgovornosti ili osoba koja je sa njima blisko povezana ne zna i ne može znati strukturu ulaganja povezanog finansijskog instrumenta.

Izmjena Direktive (EU) 2019/2115: Ovom Direktivom se prilagođavaju MAR pravila novim vrstama mjesta trgovanja, koja su povezana sa rastućim tržištem malih i srednjih preduzeća (MSP). Ova nova kategorija pripada podkategoriji multilateralnih trgovinskih olakšica uvedenih Direktivom 2014/65 EU o tržištima finansijskih instrumenata, poznatom kao “MiFID II” (Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata).

MiFID II ima za cilj unaprijediti stabilnost i transparentnost finansijskih tržišta u EU. Direktiva stvara novi pravni okvir koji bolje reguliše aktivnosti vezane za ulaganje i trgovanje na finansijskim tržištima, kao i jačanje zaštite investitora. Kroz ove izmjene, MAR pravila se prilagođavaju kako bi odgovarala novoj situaciji na tržištu uzrokovanoj rastom MSP-a, pružajući bolju regulaciju i nadzor, ali i zaštitu investitora.

U suštini, ono što ova Direktiva obuhvata uključuje sljedeće:

- Osiguranje trgovine finansijskim proizvodima na regulisanim mjestima: Cilj je eliminisati praznine u strukturi finansijskih tržišta. Zbog toga je uspostavljena nova regulisana trgovačka platforma poznata kao “organizovani trgovački objekat “ (OTF), koja će obuhvatiti maksimalan broj nereguliranih transakcija. OTF će funkcionisati paralelno sa postojećim platformama za trgovanje, poput reguliranih tržišta.
- Povećanje transparentnosti: Novi propisi jačaju zahtjeve za transparentnost prije i nakon trgovanja finansijskim instrumentima. Ovi zahtjevi se prilagođavaju zavisno od vrste

finansijskog instrumenta, i uključuju objavljivanje informacija o cijenama finansijskih instrumenata.

- Ograničavanje špekulacija na robnim tržištima: špekulacija sa robom može dovesti do značajnih oscilacija cijena osnovnih proizvoda poput poljoprivrednih proizvoda. Ograničena je uvođenjem usklađenog sistema EU koji postavlja ograničenja na pozicije u robnim derivatima. Nacionalne vlasti mogu ograničiti veličinu pozicija koju sudionici na tržištu smiju imati u robnim derivatima.
- Prilagođavanje pravila novim tehnologijama: U skladu sa novim pravilima, uvode se kontrole za elektronske trgovinske aktivnosti, koje se obavljaju veoma brzo, kao što je visokofrekventno trgovanje³. Potencijalni rizici se ublažavaju kombinacijom pravila koja osiguravaju da ove nove trgovačke tehnike ne dovedu do nereguliranih tržišta.
- Jačanje zaštite investitora: Dužnost investicionih kompanija jest da djeluju u najboljem interesu za svoje klijente, kada im pružaju investicione usluge. Obaveza investicionih kompanije je da čuvaju imovinu klijenata ili da osiguraju da su proizvodi koji se proizvode prilagođeni potrebama krajnjih klijenata. Investitorima će se također pružiti dodatne informacije o proizvodima ili uslugama koje se nude ili preporučuju. Dakle, kompanije moraju obezbjediti da naknade osoblja ili poticaji koje primaju ili plaćaju ne narušavaju interese klijenata.

Kada analiziramo provedbene i delegirane akte u kontekstu regulacije finansijskog tržišta i Direktiva u EU, nakon usvajanja MAR-a, Evropska komisija je donijela sljedeće akte koji nadopunjuju ili dodatno pojašnjavaju određene aspekte uredbe:

- Provedbena Direktiva (EU) 2015/2392 o prijavljivanju stvarnih ili potencijalnih povreda pravila na finansijskom tržištu;
- Provedbena Direktiva (EU) 2016/378 koja propisuje tehničke standarde za vrijeme, format i obrazac za podnošenje obavijesti nadležnim organima.
- Delegirana Direktiva (EU) 2016/522 propisuje izuzeća za određenje javne ustanove i centralne banke zemalja koje nisu članice EU, indikatore tržišne manipulacije, pragove otkrivanja, nadležna tijela za prijavu kašnjenja, dozvole za trgovanje u zatvorenim periodima kao i vrste transakcija menadžera koje moraju prijaviti. Ova Direktiva je dodatno izmijenjena Uredbom (EU)2019/461 kako bi izuzela Banku Engleske i Ured za upravljanje dugom Ujedinjenog Kraljevstva iz primjene Uredbe (EU) br 596/2014;
- Provedbena Direktiva (EU) 2016/523 uspostavlja tehničke standarde za format i obrazac za obavještanje i javno objavljivanje transakcija menadžera;
- Delegirana Direktiva (EU) 2016/98 utvrđuje regulatorne tehničke standarde za kriterije, procedure i zahtjeve vezane za uspostavljanje prihvaćene tržišne prakse, kao i zahtjeve za njeno određivanje, ukidanje ili izmjenu uslova za njihovo prihvaćanje;

³ Visokofrekventno trgovanje jeste vrsta trgovanja koja koristi kompjuterske programe za obavljanje trgovine koja se odvija velikom brzinom koristeći brzo ažurirane finansijske podatke.

- Delegirana Direktiva (EU) 2016/909 regulira tehničke standarde za sadržaj obavijesti dostavljenih nadležnim organima, kao i sastavljanje, objavljivanje i održavanje liste obavještenja;
- Delegirana Direktiva (EU) 2016/957 propisuje tehničke standarde za odgovarajuće aranžmane, sisteme i postupke, zajedno sa obrascima obavještenja, koji se koriste za sprečavanje, otkrivanje i prijavu zloupotreba ili sumnjivih transakcija;
- Delegirana Direktiva (EU) 2016/958 propisuje regulatorne tehničke standarde za tehničke aranžmane koji omogućavaju objektivno prikazivanje investicijskih preporuka ili drugih informacija koji sugerišu strategiju ulaganja, te za otkrivanje posebnih interesa ili naznaka sukoba interesa.
- Provedbena Direktiva (EU) 2016/959 definiše tehničke standarde za ispitivanje tržišta u vezi sa sistemima i obrascima obavještenja koji se koriste za identifikaciju učesnika na tržištu koji provode sondiranje tržišta⁴;
- Delegirana Direktiva (EU) 2016/960 regulira tehničke standarde za otkrivanje učesnika na tržištu koji provode sondiranje tržišta;
- Delegirana Direktiva (EU) 2016/1052 propisuje tehničke standarde za uslove koji se primjenjuju na programe otkupa⁵ i stabilizacijske mjere;
- Provedbena Direktiva (EU) 2016/1055 utvrđuje tehničke standarde za sredstva koja omogućavaju javno otkrivanje insajderskih informacija i odgađanje takvog otkrivanja;
- Provedbena Direktiva (EU) 2017/1158 utvrđuje tehničke standarde za postupke i obrasce razmjene informacija između nadležnih organa i Europskog tijela za vrijednosne papire i tržišta (ESMA);
- Provedbena Direktiva (EU) 2020/1406 propisuje tehničke standarde za razmjenu informacija i saradnju između nadležnih tijela, ESMA-e, Komisije i drugih subjekata;
- Delegirana Direktiva (EU) 2021/1783 propisuje tehničke standarde koji sadrže obrazac dokumenata za sporazume o saradnji sa zemljama koje nisu članice EU;
- Provedbena Direktiva (EU) 2022/1210 postavlja tehničke standarde za primjenu Uredbe (EU) br. 596/2014 u vezi sa formatom insajderskih listi i njihovim ažuriranjem;
- Delegirana Direktiva (EU) 2022/1959 utvrđuje obrazac ugovora za likvidnost dionica emitenata čiji su finansijski instrumenti dozvoljeni za trgovanje na rastućem tržištu MSP-a;

⁴ Sondiranje tržišta je postupak koji se koristi kako bi se prikupile informacije o trenutnim uslovima, stavovima učesnika na tržištu i njihovim namjerama prije donošenja konkretne odluke, ili prije nego se obave veće finansijske transakcije. To je praksa koja pomaže investitorima, trgovcima i drugim sudionicima na tržištu da bolje razumiju dinamiku tržišta i bolje se pripreme za buduće akcije.

⁵ Kada kompanije otkupljuju vlastite dionice na tržištu, bilo same ili preko osobe koja djeluje u svoje ime, ali u ime kompanije. Ovo se najčešće javlja kada kompanije smatraju da su njihove dionice potcijenjene.

Ovi Zakoni, odnosno regulative EU usmjereni su na osiguranje integriteta tržišta vrijednosnih papira, te uključuju pravila o finansijskim mjerilima i mjerama zaštite od zloupotrebe tržišta.

4.2. SAD regulativa za prevenciju manipulacije na tržištu

Nakon krize na Wall Streetu 1929.godine, američki Kongres je donio zakon poznat kao „New Deal“. Glavni cilj tog zakona bio je suzbijanje prevara i poboljšanje protoka informacija kako bi se osiguralo da investitori na finansijskim tržištima budu bolje informisani, te kako bi izbjegli zabludu.

New Deal nije bio samo reformski koncept. Predstavljao je sveobuhvatan program administracije američkog predsjednika Franklina D. Roosevelta (FDR) između 1933. i 1939.godine, a koji je obuhvatio mjere za trenutno ekonomsko olakšanje, te reforme u industriji, poljoprivredi, finansijama, vodosnadbijevanju, radu i stanovanju. Kroz New Deal, savezna vlada je znatno proširila svoj uticaj i aktivnosti.

Termin “New Deal” je preuzet iz Rooseveltovog govora kada je prihvatio demokratsku nominaciju za predsjednika 2.jula 1932.godine. Osnovna filozofija New Deal-a bila je suprotna konceptu slobodnog tržišta, a program je zagovarao regulaciju vlade kako bi se postigla ravnoteža između suprostavljenih ekonomskih interesa i osigurala privredna stabilnost.

Prije 1935.godine, New Deal je bio usmjeren na obnovu pogođenih poslovnih i poljoprivrednih zajednica u SAD-u. Kako bi ponovo pokrenuo industriju, Nacionalna uprava za oporavak (NRA) dobila je ovlasti za oblikovanje industrijskih kodeksa koji regulišu trgovinske prakse, plate, radno vrijeme, dječiji rad i kolektivno pregovaranje. Također, New Deal je nastojao regulisati finansijski sektor kako bi se spriječilo ponavljanje krize iz 1929.godine i masovnih bankrota koji su se desili.

Federalna korporacija za osiguranje depozita (FDIC) uvela je državno osiguranje za bankovne depozite u bankama članicama Sistema federalnih rezervi. Paralelno, Komisija za vrijednosne papire i berze (SEC) osnovana je 1934.godine kako bi se vratilo povjerenje investitora na berzi, tako što je okončala obmanjujuće prodajne prakse i manipulacije dionicama koje su i dovele do sloma berze.

Kao rezultat tih reformi i promjena na finansijskim tržištima, usvojena su dva nova ključna zakona:

- Zakon o vrijednosnim papirima iz 1933. (Securities Act of 1933) i
- Zakon o osnivanju Komisije za vrijednosne papire i tržišta (Securities Exchange Act 1934.).

Ova dva zakona nisu postali samo temeljni stubovi američkog regulatornog okvira za tržišta vrijednosnih papira, već su također i služili kao model za zakonodavstvo o vrijednosnim papirima u cijelom zapadnom svijetu.

Zakon o vrijednosnim papirima iz 1933. (SA of 1933) bio je ključni zakon koji je usvojen kao dio New Deal programa u SAD. Igrao je ključnu ulogu u regulaciji tržišta vrijednosnih papira i pružao je investitorima veću transparentnost i zaštitu nakon finansijske krize iz 1929.godine.

Glavni ciljevi SA uključivali su sljedeće:

- Pružanje informacija investitorima
- Reguliranje ponude i prodaje vrijednosnih papira
- Osiguranje transparentnosti
- Prevencija prevara

SA iz 1933. imao je značajan uticaj na regulaciju tržišta vrijednosnih papira u SAD i postao je temelj američke finansijske regulative.

Zakon o vrijednosnim papirima iz 1934. (SEA), također je ključni zakon koji je usvojen kao dio New Deal programa u SAD i igrao je važnu ulogu u regulaciji tržišta vrijednosnih papira.

Glavni cilj SEA bio je uspostaviti okvir za regulaciju i nadzor trgovine vrijednosnim papirima i berze. Ključne odredbe ovog zakona uključuju:

- Osnivanje Komisije za vrijednosne papire i tržišta (SEC): Zakon je službeno osnovao SEC -Securities and Exchange Commission, nezavisnu agenciju koja je odgovorna za nadzor i regulaciju tržišta vrijednosnih papira u SAD.
- Registracija vrijednosnih papira i izdavača
- Regulacija brokera i davalaca savjeta
- Nadzor nad berzama i tržištima
- Prijavljivanje insajderskih transakcija

SEA 1934.zajedno sa SA čini temelj američke regulative tržišta vrijednosnih papira i osigurava transparentnost, integritet i zaštitu investitora na tim tržištima.

Nakon što su usvojena ova dva zakona, prioritet je bio formirati tijelo koje će se baviti njihovom realizacijom u praksi. Formirana je Komisija za vrijednosne papire - SEC. To je nezavisna regulatorna agencija savezne vlade odgovorna za zaštitu ulagača, nadzor i regulaciju tržišta vrijednosnih papira u SAD. Osnovao je Kongres 1934.godine kao prvi savezni regulator tržišta vrijednosnih papira.

SEC štiti investitore od lažnih i manipulativnih radnji na tržištu, nadzire korporativne akcije preuzimanja u SAD. Također, kompanije su bile obavezne prilikom emisije vrijednosnih papira, registrovati emisiju kod SEC-a, i uz to priložiti registracijsku izjavu.

Emisije vrijednosnih papira koje se nude u internacionalnoj trgovini, putem pošte ili na internetu moraju se registrovati kod SEC-a, prije nego što se prodaju na tržištu. Firme za finansijske usluge, kao npr. brokerskih dilera, savjetodavnih kompanija i menadžera imovine, moraju se registrovati kod SEC-a.

Osnovna funkcija SEC-a je nadzor pojedinaca i organizacija na tržištu vrijednosnih papira, uključujući berze vrijednosnih papira, brokerske kuće, dilere, investicijske savjetnike i investicione fondove. SEC zahtijeva otkrivanje i razmjenu informacija vezanih za tržište, etično poslovanje i zaštitu od prevara. Također, omogućuje investitorima pristup izvještajima o registraciji, periodičnim finansijskim izvještajima, i drugim podacima putem svoje elektronske baze podataka, namijenjenu za prikupljanje, analizu i pretraživanje, poznatu kao EDGAR.

SEC sačinjava 5 odjeljenja i 24 ureda. Njihovi glavni ciljevi su analiza i poduzimanje mjera provođenja zakona o vrijednosnim papirima, izdavanje novih pravila, koordiniranje regulacije između različitih nivoa vlasti i nadzor nad institucijama vrijednosnih papira.

Jedan od najradikalnijih i reformskih zakona u SAD-u, u oblasti finansijske regulative je Zakon Sarbanes-Oxley Act iz 2002.godine, poznat i kao SOX zakon. Zakon je usmjeren na poboljšanje transparentnosti i integriteta finansijskog izvještavanja korporacija, kao i na povećanje kazni za povrede Zakona o vrijednosnim papirima.

SOX zakon je donesen kao odgovor na korporativne skandale i računovodstvene prevare, uključujući slučajeve Enron i WorldCom, koji su uzdrmali povjerenje investitora i javnosti. Glavne karakteristike ovog zakona su:

- Povećanje transparentnosti
- Odgovornost uprave i nadzor nad revizorima
- Povećanje kazne i krivične sankcije
- Usklađenost s propisima
- Lična odgovornost

Prema navedenom zakonu izvršni i finansijski direktor kompanije dužni su dati pismenu izjavu, pod punom materijalnom i moralnom odgovornošću, kojom potvrđuju da finansijski izvještaji odražavaju realno finansijsko stanje kompanije u svim aspektima. Te izvještaje prilažu uz izvještaje revizora, zajedno sa izvještajima internih finansijskih kontrola. Eksterni revizor je dužan procijeniti kvalitet internih finansijskih kontrola, te dati izjavu o kvaliteti. Sve ovo ima za cilj spriječiti i suzbiti nerealno prikazivanje poslovnih rezultata (Bazdan, 2005, str.593).

Iako SOX zakon donosi brojne reforme s ciljem zaštite investitora i jačanja povjerenja u finansijska tržišta, kritikovan je zbog svoje restriktivnosti i povećanja troškova poslovanja za korporacije. Bez obzira na kritike, SOX zakon ostaje kao jedan od najstrožijih zakona u historiji SAD-a u oblasti finansijske regulacije.

Možemo zaključiti da je američka regulativa o vrijednosnim papirima suočena sa četiri jasne promjene danas i u bliskoj budućnosti, zbog internacionalizacije i tehničkog razvoja (Bazdan, 2005).

Prvo, glavni regulator američkih tržišta i vrijednosnih papira, Komisija za vrijednosne papire i razmjenu - SEC, donijela je nova pravila kako bi olakšala stranim privatnim emitentima trgovinu na američkom tržištu. Pravila sadrže određene izuzetke za manje investitore i manje računovodstvene zahtjeve.

Drugo, predloženo je da se započne proces traženja javnih komentara o tome da li treba američkim emitentima omogućiti podnošenje svojih finansijskih izvještaja u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja (MSFI).

Treće, strani regulatori pozvani su da usvoje širenje upotrebe jezika za poslovno izvještavanje (XBRL) kao standardnog jezika za prijavu finansijskih podataka od strane kompanija širom svijeta.

Na kraju, SEC je angažovan u procesu izrade detaljnog prijedloga za uspostavljanje zajedničkog režima priznavanja stranih berzi i posrednika, što bi omogućilo pristup tržištu Sjedinjenih Američkih Država.

5. ANALIZA SLUČAJEVA

Trgovina na finansijskom tržištu veoma često je bila predmet raznih manipulacija, koje su za cilj imale ostvarenje ekstra profita za pojednice, dok su za druge učesnike na tržištu predstavljale veliki gubitak. U nastavku ćemo dati pregled pojedinih slučajeva u kojima su se desile tržišne manipulacije.

5.1. Goldman Sachs

Jedan od najpoznatijih primjera manipulacije tržištem putem povlaštenih informacija predstavlja slučaj Rajata Gupta i kompanije Goldman Sachs. Slučaj je primjer mračne strane korporativne svijesti i neetičkog ponašanja unutar finansijskog sektora. Slučaj se odvijao u

periodu poznatom po finansijskoj krizi, ali također i periodu kada je bio prisutan konstantan nadzor finansijskih institucija. Slučaj se desio 2011.godine.

Rajat Gupta, je ugledni član poslovnog svijeta, bivši direktor upravnog odbora Goldman Sachsa, i bivši direktor konsultantske kompanije McKinsey & Company. Glavni prekršaj je bio dijeljenje povlaštenih informacija sa osobama koje nisu imale pristup tim informacijama. On je optužen da je prenosio povlaštene informacije svom prijatelju i stručnjaku za trgovinu Raju Rajaratnamu, koji je te informacije kasnije iskoristio za ostvarivanje profita na tržištu. Rajat Gupta je uživao status cijenjenog poslovnog lidera i bivšeg direktora upravnog odbora ove kompanije. Zahvaljujući članstvu u upravnom odboru, imao je pristup osjetljivim i povlaštenim informacijama o poslovanju i strategijama Goldman Sachsa, koje su imale uticaj na cijenu dionica na tržištu. Gupta je telefonskim putem i putem sastanaka dijelio povlaštene informacije s Rajaratnamom, što mu je omogućilo da ostvari značajne dobitke na tržištu (Boston University School of Law, 2017).

Sa druge strane, Raju Rajaratnam je osnivač i vlasnik hedge fonda Galleon Group, bio je poznat kao iskusni trgovački stručnjak. Zbog svojih informacija i poznanstva, Rajaratnam je postao poznat po brzim i lukavim potezima na tržištu. On je bio ključna figura koja je iskoristila informacije od Gupte za ličnu finansijsku dobit. Informacije su sadržavale osjetljive podatke o budućim potezima kompanije, kao i o strategijama i finansijskim rezultatima. Informacije su potencijalno uticale na cijene dionica i tržišne tokove.

Rajaratnam je iskoristio povlaštene informacije, kako bi precizno odredio promjene cijena dionica Goldman Sachsa, ali i drugih kompanija. Zahvaljujući tome ostvario je značajan profit.

Rajat Gupta je nakon otkrivanja skandala suočen s ozbiljnim optužbama za davanje povlaštenih informacija i zloupotrebu tržišta. 2012.godine proglašen je krivim za zloupotrebu povlaštenih informacija, gdje dobija 2 godine zatvorske kazne. Ovaj slučaj je istaknuo važnost transparentnosti, integritet, i povjerenje na finansijskom tržištu.

Iako kompanija Goldman Sachs nije bila direktan učesnik u navedenim manipulacijama, svakako da je cijela situacija imala uticaj na njenu reputaciju. Nakon toga oni su povećali internet kontrolu i procedure, kako bi spriječila bilo kakve manipulacije u budućnosti.

Slučaj Rajata Gupta i kompanije Goldman Sachs predstavlja ozbiljan podsjetnik na posljedice manipulacije tržištem putem povlaštenih informacija. Također, ovaj slučaj potvrđuje važnost regulatornih organa u sprečavanju i kažnjavanju takvih neetičkih i ilegalnih praksi koje narušavaju fer i transparentno tržišno okruženje. Kompanija se suočila sa reputacijskim gubicima i pravnom odgovornošću. Povećala se potreba za jačim internim kontrolama i nadzorom kako bi se spriječile u budućnosti takve neetičke prakse. Blagovremena regulacija i stroge kazne su ključne za sprečavanje ovakvih nezakonitih radnji.

5.2. Slučaj Martha Stewart

Martha Stewart, poznata američka javna ličnost i poduzetnica, postala je ključna figura u jednom od najpoznatijih slučajeva insajderske trgovine u Sjedinjenim Američkim Državama. Njen slučaj ističe ozbiljnost insajderske trgovine, posebno jer se radi o poznatoj osobi. Slučaj se desio tokom 2001. i 2002.godine.

Prije nego što je optužena, bila je poznata po svojim kulinarskim sadržajima, koji su je doveli do svijeta medija.

Glavna optužba jeste da je Martha Stewart prodala svoje dionice farmaceutske kompanije ImClone Systems, na osnovu povlaštenih informacija koje su joj bile dostupne, ali ne i široj javnosti. Informacije su uključivale buduće regulatorne promjene, koje bi mogle negativno uticati na cijenu dionica iste kompanije.

Stewart je prodala svoje dionice po prosječnoj cijeni od 58,43 dolara, nakon čega je ostvarila profit od 229.500 dolara.

Nakon što je Stewart prodala svoje dionice, Uprava za hranu i lijekove (Food and Drug Administration-FDA) objavila je svoje odbijanje pregleda ImCloneove prijave za lijek nazvan Erbitux. Dakle, FDA je odbila odobriti lijek, što je direktno uticalo na pad cijene njihovih dionica. FDA je odlučila da neće razmatrati prijavu koju je podnio ImClone Systems za lijek nazvan Erbitux, što implicira da nije dala odobrenje ImCloneu za puštanje tog lijeka na tržište, ili nije prihvatila njihovu prijavu za istraživanje i razvoj tog lijeka.

Sljedećeg dana trgovanja, nakon što je FDA objavila da odbija lijek, dionice su otvorene po cijeni od 45,39 dolara po dionici. To je bila velika razlika u odnosu na onu po kojoj je Stewart prodala svoje dionice, te na taj način izbjegla gubitak od od \$51,000 zahvaljujući prodaji dionica (Baykal, 2011).

Nakon detaljne istrage i sudskog procesa, Martha Stewart je 2004.godine proglašena krivom za insajdersku trgovinu. Osuđena je na pet mjeseci zatvorske kazne, pet mjeseci kućnog pritvora i dvije godine uvjetne kazne. Pored toga, kažnjena je i novčano. Njena presuda privukla je veliku medijsku pažnju i postala je simbol borbe protiv finansijske nepravde.

Nezakonite radnje koje je provela, uticale su i na njenu kompaniju koju je osnovala Martha Stewart Living Omnimedia. Presuda je negativno uticala na reputaciju kompanije, i vrijednost njenih dionica značajno je pala. Kompanija je morala restrukturirati svoje poslovanje kako bi opstala na tržištu.

Kroz historiju američkog tržišta dionica, bilo je mnogo pojedinaca koji su koristili ili pokušali iskoristiti svoj pristup insajderskim informacijama, kako bi stekli nepravednu finansijsku prednost u odnosu na druge učesnike na tržištu. Ovaj slučaj naglašava da niko, bez obzira na slavu ili poziciju nije iznad zakona, i da se svaki vid nezakonitog ponašanja mora strogo kazniti. Slučaj Martha Stewart ostaje važan podsjetnik da nema mjesta neetičkom ponašanju na tržištu, i da svi učesnici tržišta moraju poštovati zakon i etičke norme, kako bi se sačuvao integritet finansijskog tržišta ali i povjerenje svih učesnika.

5.3. Slučaj Lumber Liquidators

Kompanija Lumber Liquidators je bila poznata po prodaji raznih vrsta podova, uključujući drvene i laminatne, suočena je sa skandalom i sa velikim izazovima 2015.godine, kada je optužena za manipulaciju tržištem. Slučaj je izazvao pažnju javnosti zbog optužbi o visokim nivoima formaldehida u proizvodima kompanije, što se odrazilo na dramatičan pad cijena dionica i ostavilo obziljne posljedice na investitore. Kompanija je bila veoma prisutna na tržištima širom SAD, i imala je konstantan rast prihoda.

U ovom slučaju manipulacija tržištem se može opisati kao „pump and dump“ shema. Manipulatori su kupili veliki broj dionica kompanije, po nižim cijenama. Nakon toga su masovno promovirali kompaniju i njene proizvode, kako bi privukli nove investitore. Također, davali su neistinite izjave o rastućim prihodima, profitabilnosti i tržišnom potencijalu kompanije. Cijene dionica su naglo porasle, zbog potražnje koja je stvorena manipulativnom marketinškom kampanjom. Veliki broj investitora je uložio svoja sredstva, jer su vjerovali u velike dobitke nakon ulaganja.

U ovom slučaju desila se kombinacija nekoliko ključnih elemenata kako bi se postigao rast cijena dionica. Dakle, prvo su kupili veliki broj dionica kompanije, što je omogućilo uticaj na cijene. Nakon toga su krenuli sa agresivnom marketinškom kampanjom u cilju privlačenja investitora, putem raznih kanala, uključujući internet platforme, društvene medije i slično. Posle tih aktivnosti uslijedio je proces kupovine i prodaje dionica međusobno, stvarajući lažnu potražnju i povećavajući cijene dionica, kako bi stvorili dojam rasta vrijednosti kompanije (Office of Public Affairs, 2019).

Glavna prekretnica u slučaju desila se kada su iznesene optužbe o prisutnosti visokog nivoa formaldehida u proizvodima, na osnovu provedenih istraživanja. Formaldehid je kancerogeni spoj koji izaziva ozbiljne zdravstvene posljedice. U njenim proizvodima vrijednost formaldehida je bila mnogo iznad zakonom dopuštenih granica.

Kada su optužbe dospjele u javnost, povjerenje investitora je dramatično palo. Cijene dionica su doživjele historijski pad, što je direktno impliciralo značajne gubitke za investitore.

Također, ovaj slučaj je izazvao ozbiljne posljedice za kompaniju. Pored velikih finansijskih gubitaka, kompanija je suočena sa krivičnim postupcima koji su pokrenuti protiv iste. Također, pokrenute su regulatorne istrage, i reputacija kompanije je narušena. Izvršni direktor je podnio ostavku.

SEC i druge regulatorne agencije provodile su istrage o ovom slučaju. Kompanija je pristala platiti više od 6 miliona dolara kazne koju je dobila od strane SEC-a. Kompanije je paralelno postigla dogovor sa vladinim tijelima zbog optužbi za neetičko poslovanje. U tom sporazumu kompanija je pristala platiti kazne u iznosu od 33 miliona dolara i oduzeti određenu imovinu. Ministarstvo pravosuđa će dati novac koji će biti proslijeđen Sekretarijatu za trgovinu i SEC-u kao dio njihovog sporazuma. Prema SEC-u (U.S. Securities and Exchange Commission, 2019), ukupan iznos koji će Lumber Liquidators morati platiti u kaznama iznosi 33 miliona dolara.

I ovaj primjer nam služi kao podsjetnik na dramatične posljedice manipulacije tržištem, kao i na važnost detaljne analize prilikom investiranja. Slučaj demonstrira kako manipulacije tržištem uključuju marketinške trikove, stvarajući umjetnu potražnju i lažnu sliku o vrijednosti kompanije.

6. TRŽIŠTE U TRANZICIJSKIM ZEMLJAMA

U ovom poglavlju ćemo napraviti analizu problema zloupotrebe tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama. Osvrt ćemo napraviti na trenutnu situaciju u Bosni i Hercegovini, Hrvatskoj i Srbiji. Fokus analize jeste prikazati koje su to nužne promjene u cilju minimiziranja problema zloupotrebe tržišta u vidu manipuliranja tržištem i trgovanja na temelju povlaštenih informacija. Analizirat ćemo problem netransparentnosti tržišta u tranzicijskim zemljama, neefikasnosti i neuređenosti istih. Također, na kraju ćemo se osvrnuti na sankcije i uspješnost sankcionisanja zloupotrebe tržišta u tranzicijskim zemljama.

6.1. Finansijska tržišta tranzicijskih zemalja

Početkom 1990-tih godina zemlje Srednje i Istočne Europe suočile su se sa društvenim, ekonomskim i političkim promjenama, koje su rezultirale nizom reformi usmjerenih na liberalizaciju, restrukturiranje, privatizaciju, makroekonomsku stabilnost te pravne i institucionalne promjene. Glavne promjene su bile u vlasničkim strukturama i sistemu penzionog osiguranja, koje su značajno oblikovale finansijska tržišta i institucije u tranzicijskim zemljama.

Jedan od načina privatizacije u ovim zemljama bio je putem emisije dionica, što je rezultiralo većom ponudom na tržištima kapitala. Sa druge strane, reforme penzionog sistema značajno su

doprinijele većoj potražnji za vrijednosnim papirima. Ovaj proces oblikovao je ekonomske prilike u tranzicijskim zemljama. Privatizacija je posebno obilježila posljednje desetljeće 20.tog stoljeća, dok su penzijske reforme najviše stupile na snagu nakon 2000.godine, što se znatno odrazilo na promjene finansijskih tržišta nacionalnih ekonomija u u tranziciji (Olgić, 2012).

Transparentnost na finansijskim tržištima znači da su sve ključne informacije i izvještaji, poput podataka koji imaju uticaj na cijenu vrijednosnih papira, ili finansijske i revizorske izvještaje emitenata, pravovremeno dostupni investicionoj javnosti pod jednakim uslovima. Većina kompanija koje kotiraju na berzama u tranzicijskim zemljama često imaju ograničeno iskustvo u podnošenju informacija i izvještavanju. Očuvanje tajnosti informacija koje bi trebale biti javno dostupne može stvoriti odlične uslove za manipulaciju cijenama i trgovanje na temelju povlaštenih informacija.

Glavne karakteristike finansijskih tržišta u tranzicijskim zemljama:

- Privatizacija
- Razvoj tržišta kapitala
- Reforma penzionog sistema
- Regulacija i nadzor
- Transparentnost
- Edukacija i razvoj kadrova
- Integracija na globalna tržišta

Dakle, finansijska tržišta u tranzicijskim zemljama prolaze kroz složen proces transformacije kako bi se prilagodila novom ekonomskom i regulatornom okruženju.

U radu ćemo analizirati nadzor nad finansijskim tržištem BiH, Hrvatske i Srbije, da bi shvatili problem transparentnosti u tranzicijskim zemljama, te ćemo ih uporediti sa Direktivama EU. Glavna je Direktiva o transparentnosti (2004/109/EC) koja se odnosi na ovaj problem. Direktiva je usvojena 20.januara 2005.godine i njen glavni zadatak je da zaštiti prava investitora koji ulažu u vrijednosne papire, i to uvođenjem obavezne objave periodičnih i značajnih informacija o poslovanju (Šeba, 2013).

Objavljivanje važnih informacija zahtijevaju i Direktiva o prospektu, kao i Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata, koja je usko vezana za Direktivu o trgovanju na temelju povlaštenih informacija i manipuliranju tržištem.

Direktiva o prospektu zahtijeva da se emitenti vrijednosnih papira objave prospekt u slučaju javne ponude, u kojem su detaljno navedeni svi relevantni zahtjevi koje emitenti moraju ispuniti. Sa druge strane, Direktiva o tržištima finansijskih instrumenata regulira zahtjeve za

transparentnost prije i nakon trgovanja na uređenim tržištima i multilateralnim trgovinskim platformama (MTP).

Iako su zakoni jasno definisali zahtjeve o transparentnosti informacija i finansijskih izvještaja, te su precizno naveli koje podatke emitenti moraju objavljivati, ipak u praksi je situacija dosta složenija. Kako bismo stekli realan prikaz o tome koliko emitenti ispunjavaju zahtjeve, analizirat ćemo specifične berze u navedenim zemljama.

Emitenti koji posluju na navedenim berzama kategorizirani su prema različitim segmentima, a temeljni kriteriji za njihovu klasifikaciju uključuju:

- Redovnost objavljivanja poslovnih rezultata i periodičnih finansijskih izvještaja
- Objavljivanje relevantnih informacija važnih za potencijalne investitore
- Veličina kapitala
- Pridržavanje kodeksa korporativnog upravljanja

Cilj navedenih zemalja je usklađivanje sa Direktivama i zahtjevima EU.

6.2. Uspješnost sankcionisanja zloupotrebe tržišta u tranzicijskim zemljama

6.2.1. Metode nadzora u BiH

Nadzor tržišta vrijednosnih papira obavlja Komisija za vrijednosne papire. Kako je navedeno u Pravilniku o načinu obavljanja nadzora na tržištu vrijednosnih papira (Službene novine Federacije BiH, br.85(08). Član 4) Komisija u skladu sa svojim ovlaštenjima prema Zakonu nadzire sljedeće segmente:

- emisiju vrijednosnih papira;
- promet vrijednosnih papira, i s tim povezani poslovi;
- poslove evidentiranja i registracije vrijednosnih papira;
- poslove depozitara i druge poslove banaka sa vrijednosnim papirima u skladu sa Zakonom o vrijednosnim papirima i propisima Komisije;
- poslove Društava za upravljanje fondovima i poslove otvorenih i zatvorenih fondova;
- izvještaje i obavještenja subjekata nadzora i drugih lica u skladu sa zakonom i propisima Komisije;

- odluke organa subjekata nadzora i primjenu standarda upravljanja dioničkim društvima utvrđenih zakonom i propisima Komisije;
- druge poslove u skladu sa zakonom i drugim propisima.

Komisija nadzire dionička društva, pravne subjekte i sve ostale stranke (prodavci, kupci i sl.) koji učestvuju u trgovini vrijednosnih papira. Ovo implicira potrebu za temeljnim nadzorom svih učesnika na tržištu vrijednosnih papira. Komisija redovno provjerava rad fizičkih lica kojima je dodijelila dozvolu za rad.

U skladu sa Pravilnikom o nadzoru, Komisija provodi dva oblika nadzora: posredni i neposredni nadzor. Posredni nadzor se provodi sistemskom analizom, pregledom i verifikacijom izvještaja i dokumentacije koju sudionici moraju dostaviti Komisiji ili javno objaviti. Također, prati se ponašanje sudionika na tržištu vrijednosnih papira putem radne stanice za nadzor.

Neposredni nadzor obuhvata neposrednu kontrolu poslovanja, te se vrši kao redovni i vanredni nadzor. Redovni nadzor temelji se na godišnjem programu nadzora koji donosi Komisija, dok se vanredni nadzor provodi na temelju prijava o nezakonitim aktivnostima, uočenim nepravilnostima u emisiji, trgovini ili posredovanju, ili ako posredni nadzor ukazuje na moguće prekršaje, a informacije relevantne za taj slučaj se moraju utvrditi putem neposrednog nadzora.

Stručna lica zaposlena u Komisiji provode posredni i neposredni nadzor. Za određene stručne zadatke u okviru postupka nadzora, kao što su ekspertize i ispitivanja, mogu se angažovati i druga stručna lica ukoliko je neophodno posebno znanje.

Tokom obavljanja neposrednog nadzora, službeno lice ima ovlasti da: pregledava poslovnu dokumentaciju, poslovne knjige i druge relevantne dokumente, da zahtijeva pristup računarskoj bazi podataka, i uvid u finansijske i druge izvještaje neophodne za provođenje nadzora.

Tokom provođenja neposrednog nadzora, službeno lice ima pravo privremeno oduzeti svu dokumentaciju koja može poslužiti kao dokaz u prekršajnom postupku. Oduzeta dokumentacija može biti pohranjena do pokretanja relevantnih postupaka. Nakon završenog nadzora, Komisija ima mogućnost poduzeti dodatne radnje, kako bi postupak bio potpun i u skladu sa zakonom. I na kraju, Komisija može zaključiti da nije ustanovila nikakve nepravilnosti tokom nadzora.

U slučajevima kada dođe do kršenja zakona prema Pravilniku o načinu obavljanja nadzora na tržištu vrijednosnih papira (Službene novine Federacije BiH, br.85(08). Član 22) Komisija na osnovu zakona i pravilnika o obavljanju nadzora ima mnogo mjera koje može da poduzme:

- zabraniti obavljanje radnji koje su u suprotnosti sa zakonom ili drugim propisima;
- naložiti otklanjanje nedostataka ili nepravilnosti;

- obustaviti emisiju i promet pojedinih vrijednosnih papira i druge aktivnosti u prometu vrijednosnih papira;
- obustaviti ili ukinuti dozvole;
- obustaviti promet vrijednosnih papira na berzi ili drugom uređenom javnom tržištu;
- naložiti izmjene ili dopune statuta, pravila ili drugih općih akata, a ukoliko se ne postupi po nalogu Komisija može pokrenuti postupak kod nadležnog suda za prestanak tržišta i brisanje iz sudskog registra;
- naložiti odgovornim licima Registra da se sa posla suspenduje ovlašteno lice ili zaposlenik do okončanja postupka pred nadležnim organom ili sudom;
- druge mjere u skladu sa zakonom.

Prema Pravilniku o načinu obavljanja nadzora na tržištu vrijednosnih papira (Službene novine Federacije BiH, br.85(08). Član 22) Komisija je ovlaštena uraditi i sljedeće: podnijeti nadležnom organu krivičnu prijavu, pokrenuti građansko pravne postupke radi poništenja poslova kojima se krše zakonski propisi, obavijestiti nadležne organe ukoliko nije nadležna Komisija i drugo u skladu sa zakonom.

6.2.2. Nadzor u Hrvatskoj

Nadzor nad finansijskim tržištem u Hrvatskoj povjeren je nadzornom tijelu poznatom kao Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga (HANFA). Ovo nadzorno tijelo ima širok spektar ovlasti uključujući nadzor nad finansijskim tržištem, finansijskim uslugama kao i pravnim i fizičkim osobama koje se bave tim uslugama (HANFA, 2022).

HANFA provodi nadzor nad poslovanjem berze kao i drugih uređenih tržišta, investicijskih fondova i društava, emitenata vrijednosnih papira, brokerskih kuća, investicijskih savjetnika, društava za osiguranje i reosiguranje, zastupnika i posrednika u osiguranju i reosiguranju, društava za upravljanje investicijskim i penzionim fondovima, penzionih osiguravajućih društava, Centralnog registra osiguranika, Fonda hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih porodica i pravnih osoba koje se bave poslovima leasinga i faktoringa, osim ako takve aktivnosti obavljaju banke unutar svoje registrovane djelatnosti (HANFA, 2022).

HANFA je osnovana 2005. godine i to tako što su se spojile tri nadzorne institucije: Komisije za vrijednosne papire, Agencije za nadzor penzionih fondova i osiguranja, te Direkcije za nadzor društava za osiguranje. Riječ je o samostalnoj pravnoj osobi sa javnim ovlastima u skladu sa djelokrugom i nadležnostima utvrđenim Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor finansijskih usluga i drugim relevantnim zakonima. Agencija je odgovorna pred Hrvatskim saborom.

6.2.3. Nadzor u Srbiji

Komisija za vrijednosne papire Srbije predstavlja samostalno i nezavisno tijelo koje ima ulogu regulatora tržišta kapitala u Srbiji. Osnovana je 1990. godine kao rezultat uvođenja tržišne ekonomije i napuštanja planske privrede koja je do tada bila aktuelna i važeća. U ovom periodu ponovo se pokreće rad berze i vraćaju se institucije tržišta kapitala, zbog toga je bilo potrebno pokrenuti i odgovarajuće institucije za nadzor nad finansijskim tržištem.

Primarni zadatak Komisije za vrijednosne papire jeste da osigura da poslovanje finansijskog tržišta bude zakonito, pravedno i transparentno, te da zaštiti investitore. Također, Komisija za vrijednosne papire vrši i nadzor nad akterima tržišta odnosno nadzire berzu, investiciona društva, depozitare, društva za upravljanje fondovima, alternativne fondove te same fondove.

Što se tiče zakona koje pokriva i koje primjenjuje u svome radu, prema službenom sajtu Komsije za vrijednosne papire Srbije (2022), Komisija se oslanja na:

- Zakon o tržištu kapitala
- Zakon o preuzimanju dioničarskih društava
- Zakon o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudu
- Zakon o alternativnim investicionim fondovima
- Zakon o sprečavanju pranja novca i finansiranju terorizma od strane banaka
- Zakon o robnim berzama
- Zakon o reviziji i
- Zakon o digitalnoj imovini

Navedeni zakoni predstavljaju osnovu rada i djelovanja Komisije i njenih aktivnosti koje u praksi provodi.

6.3. Sankcionisanje zloupotrebe tržišta u BiH, Hrvatskoj i Srbiji

Što se tiče Zakona ove tri zemlje, oni su formalno usklađeni sa četiri osnovne direktive Evropske unije koje regulišu tržišta kapitala tj. Direktivom o tržištima finansijskih instrumenata (MiFID), Direktivom o transparentnosti (TD), Direktivom o prospektu (PD) i Direktivom o zloupotrebi tržišta (MAD). Međutim suština problema na ovim tržištima kapitala, ne leži u pravnoj formi, odnosno zakonu, već pri praktičnoj primjeni ovih zakona, a posebno kada je riječ o sankcionisanju zloupotrebe tržišta. Činjenica je nažalost, da je ovo problem koji dugo postoji na ovim prostorima, i ne odnosi se samo na sankcionisanje zloupotrebe tržišta kapitala, već i sankcionisanje drugih prekršaja.

U nastavku ćemo analizirati učinkovitost nadzornih tijela u ograničavanju zloupotreba tržišta, koristeći njihove izvještaje kako bismo procijenili koliko su uspješno provodili svoje sankcijske mjere. Komisije za vrijednosne papire obavljaju svoj nadzor tako što prate aktivnosti svih učesnika na tržištima i reaguju na žalbe pravnih, ali i fizičkih lica.

6.3.1. Nadzor i sankcionisanje zloupotrebe tržišta u Bosni i Hercegovini

U nastavku rada ćemo analizirati posljednje dostupne izvještaje Komisije za vrijednosne papire u FBiH i Komisije za vrijednosne papire RS.

Tabela 4 prikazuje provedene nadzore od strane Komisije za vrijednosne papire Federacije BiH u periodu od 2007.godine do 2021.godine.

Tabela 4 : Provedeni nadzori od strane Komisije za VP

Godina	Redovni nadzor	Neposredni vanredni nadzor	Posredni vanredni nadzor	Ukupno
2021	0	7	6	13
2020	0	0	0	0
2019	0	0	0	0
2018	0	12	4	16
2017	8	3	0	11
2016	10	2	33	45
2015	0	16	12	28
2014	8	7	28	43
2013	17	12	0	29
2012	18	0	0	18
2011	13	9	13	35
2010	26	11	0	37

2009	12	22	0	34
2008	6	10	11	27
2007	51	161	0	212

Izvor: Obrada autora na temelju Godišnjih izvještaja Komisije za VP Federacije BiH

Nadzor Komisije za VP Federacije BiH:

Nadzor 2021.godine – Zbog nedostatka kvoruma⁶ u Komisiji u 2021.godini nije obavljen nijedan redovni nadzor učesnika na tržištu kapitala, a došlo je do smanjena broja obavljenih vanrednih nadzora.

U navedenom periodu Komisija je zaprimila 492 izvještaja. Nije bilo novih upisa u Registar emitenata. U 2021. godini Komisija je odobrila pet zahtjeva za promjenu oblika društva. U izvještajnom periodu riješena su pozitivno dva zahtjeva za odobrenje smanjenja osnovnog kapitala, dok je jedan zahtjev odbijen. Po službenoj dužnosti izvršeno je brisanje šest emitenata iz Registra emitenata. U navedenom periodu Komisija je odobrila sedam zahtjeva za odobrenje emisija dionica zatvorenim ponudom. Također, u Registar emitenata upisano je 14 povećanja osnovnog kapitala po različitim osnovama i svi su pozitivno riješeni.

U izvještajnom periodu u registru fondova izvršeno je ukupno 26 promjena, od čega 10 dozvola društvima za upravljanje fondovima (DUF-ovima), 11 zatvorenim investicijskim fondovima (ZIF-ovima) za upravljanje fondovima i 5 otvorenim investicijskim fondovima (OIF-ovima).

U izvještajnom periodu u Sektoru za nadzor, obavljeno je sedam neposrednih i šest posrednih vanrednih nadzora. Informacije o obavljenim nadzorima sa prijedlogom mjera su završene i dostavljene Komisiji na odlučivanje u 2020. i 2021.godini.

Komisija je provela 17 postupaka posrednih nadzora. U izvještajnom periodu vođeno je 14 sudskih sporova. Komisija je izdala dvije dozvole za osnivanje otvorenog investicijskog fonda.

Nadzor 2020. i 2019.godine. Nisu objavljeni izvještaji o radu zbog nemogućnosti formiranja upravne strukture Komisije za vrijednosne papire.

⁶ Kvorum je pravni termin koji označava minimalan broj članova ili sudionika koji moraju biti prisutni na sastanku, sjednici ili glasanju kako bi se mogla održati i donijeti valjane odluke.

Nadzor 2018.godine. Tokom 2018.godine Komisija je provela mjere nadzora, odnosno redovne i vanredne nadzore. Komisija je provela 12 postupaka posrednog vanrednog nadzora i uputila isti broj odgovora na predstavke fizičkih i pravnih lica. Posredan nadzor vrši se kontinuirano. U 2018.godini Komisija je obavljala posredne nadzore prometa dionicama pojedinih emitenata.

31.12.2018. ukupno je 12 aktivnih dozvola za poslove, i to šest brokerskih, dvije dilerske dozvole, tri dozvole za poslove agenta emisije i jedna za poslove pokrovitelja emisije.

U izvještajnom periodu, Komisija se suočila sa nekoliko sudskih sporova i pritužbi. Dostavljeni su odgovori na četiri tužbe podnesene protiv akata Komisije koji se odnose na upise u registar emitenata i preuzimanje dioničkih društava. Također, Komisija je podnijela tužbu Federalnom tužilaštvu Federacije BiH zbog odluke Kantonalnog tužilaštva iz 2018.godine. Komisija je učestvovala u prekršajnim postupcima, koji su okončani u njenu korist. Također, u 2017.godini podnijela je tužbu za poništenje transakcije obavljene na Sarajevskoj berzi, što je rezultiralo određivanjem privremene mjere osiguranja od strane Općinskog suda u Zenici.

U okviru nadzora obavljani su i sljedeći poslovi i zadaci: učešće u normativnim poslovima Komisije na sačinjavanju Zakona o tržištu kapitala i Zakona o investicijskim fondovima, Pravilnika o postupanju kod preuzimanja dioničkih društava, Pravilnika o kvalificiranim investitorima, rad na odgovorima za Upitnik EK, davanje stava na traženje Vlade Federacije BiH o usklađenosti propisa iz oblasti tržišta vrijednosnih papira sa EU regulativom, praćenje sudskih sporova u vezi sa nadzorom, praćenje regulative u oblasti tržišta vrijednosnih papira u BiH i EU, saradnja i zajedničke aktivnosti sa drugim organima.

Nadzor 2017.godine. Održano je 39 sjednica, na kojima je razmatrano 859 tačaka dnevnog reda. Izvršeno je brisanje 12 emitenata iz registra emitenata kod Komisije, odobrene su tri emisije obveznica Kantonu Sarajevo, pri čemu je emitovano ukupno 18 806 obveznica nominalne vrijednosti 1.000,00 KM.

Na dan 31.12.2017. godine bilo je 13 aktivnih dozvola za poslove, i to šest brokerskih, dvije dilerske dozvole, četiri dozvole za poslove agenta emisije i jedna za poslove pokrovitelja emisije.

U izvještajnom periodu Komisija je obavila neposredne redovne nadzore osam profesionalnih posrednika, izdata su četiri naloga za postupanje. Također, započeto je obavljanje posrednog nadzora prometa dionicama 14 emitenata. Komisija je obavila neposredne redovne nadzore osam profesionalnih posrednika.

U navedenom periodu okončani su nadzori društva za upravljanje i investicijskih fondova započeti 2016.godine. Komisija je odlučivala i donosila različita akta (odgovori, informacije, upute i sl.) u 18 predmeta.

U 2017.godini je prvostepeno okončan sudski spor u korist Komisije, koji je pokrenut 2014.godine.

Nadzor 2016.godine. U navedenom periodu izvršeni su neposredni vanredni i redovni nadzori sa prijedlozima mjera i postupanja. U ovom izvještajnom periodu usvojen je Izvještaj po provedenom redovnom nadzoru DUF-ova i ZIF-ova.

Izvršen je neposredni redovni nadzor Registra vrijednosnih papira, u okviru kojeg su praćene različiti aspekti poslovanja. Nadzor je obuhvatio pitanja kao što su zalaganje vrijednosnih papira, način isplate kamate-obveznice, status članova Registra, obustave prometa po korporativnim radnjama, čuvanje podataka o vrijednosnim papirima, arhiviranje dokumenata, sudski sporovi, dugovi prema Registru, fond sigurnosti, hronologija sjednica nadzornog odbora Registra i poštivanje Statuta. U sklopu nadzora izdat je i Zapisnik i nalozi za ispravke na osnovu 16 utvrđenih nepravilnosti u poslovanju. Registar je odgovorio na naloge i obavijestio Komisiju o postupanju po njima.

Proveden je neposredni redovni nadzor nad tri društva za upravljanje investicijskim fondovima i sedam otvorenih investicijskih fondova. Sačinjeni su izvještaji o ovom nadzoru. Također obavljen je neposredni redovni nadzor u vezi sa sprečavanjem pranja novca i finansiranja terorističkih aktivnosti kod tri društva za upravljanje investicijskim fondovima. Sačinjeni su izvještaji o ovom nadzoru.

Osim redovnih nadzora, proveden je i jedan neposredni vanredni nadzor kod jednog društva za upravljanje fondovima. Dopuna izvještaja o ovom nadzoru je sačinjena.

Također, izvršen je neposredni redovni nadzor nad društvom za upravljanje fondovima u vezi sa implementacijom odredbi o dozvoljenim ulaganjima i ograničenjima ulaganja zatvorenih investicijskih fondova. Ovaj redovni nadzor je okončan, sa izdatim zapisnikom i nalozima za ispravke.

Također, sproveden je neposredni redovni nadzor u vezi sa odredbama o sprečavanju pranja novca i finansiranju terorizma kod određenih društava za upravljanje i fondova, sastavljen je zapisnik i dostavljen Fondu za određene obaveze.

Izvršeni su posredni-vanredni nadzori u 33 subjekta. Na osnovu provedenog nadzora Komisija je u 2016.godini izdala 10 prekršajnih naloga pravnim i fizičkim licima i odgovornim licima u pravnom licu. U vezi sudskih sporova pokrenutih protiv akata Komisije koji se odnose na upise u registar emitenata, emisije vrijednosnih papira i investicijske fondove, urađeni su odgovori na tužbe, dvije pritužbe na odluku tužitelja, učestvovalo se na tri ročišta u upravnim sporovima sa ishodovanim odlukama u korist Komisije.

Na dan 31.12.2016.godine ima 15 aktivnih dozvola za poslove, i to sedam brokerskih, dvije dilerske dozvole, četiri dozvole za poslove agenta emisije, jedna za investicijsko savjetovanje i jedna za poslove pokrovitelja emisije.

U okviru nadzora obavljani su sljedeći zadaci i aktivnosti: učestvovanje u izradi zakona, poput Zakona o tržištu kapitala i Zakona o investicijskim fondovima, te Pravilnika o preuzimanju dioničkih društava, Pravilnika o kvalificiranim investitorima i drugih normativnih akata Komisije, rad na odgovorima na Upitnik Evropske komisije u vezi sa tržištem kapitala, pružanje stručnih stavova i mišljenja na zahtjev Vlade Federacije BiH o usklađenosti propisa iz oblasti vrijednosnih papira sa regulativom EU, praćenje sudskih sporova vezanih za nadzor nad tržištem vrijednosnih papira i sl.

Ove aktivnosti su sastavni dio nadzora i doprinose efikasnom i transparentnom funkcionisanju tržišta kapitala u BiH.

Nadzor 2015.godine. U 2015.godini Komisija je održala ukupno 41 sjednicu, na kojima je razmatrano 940 tačaka dnevnog reda. Najveći broj pitanja se odnosio na regulaciju i nadzor tržišta kapitala, rješavanje zahtjeva pravnih i fizičkih lica u upravnom postupku, izvještaje, informacije i analize stanja na tržištu kapitala, te prijedloge mjera za poboljšanje ili sankcionisanje ovlaštenih učesnika na tržištu kapitala.

Komisija je obradila 353 zahtjeva pravnih i fizičkih lica u upravnom postupku. Od toga broja, uspješno je riješila 346 slučajeva.

U 2015.godini izvršeni su neposredni vanredni i redovni nadzori kod Društva za upravljanje fondovima. Donesena su rješenja kojima je ograničeno raspolaganje imovinom fondovima. Bankama depozitarima je naloženo privremeno obavljanje poslova upravljanja fondovima do zaključenja novih ugovora.

Izvršen je neposredni redovni nadzor u osam društava za upravljanje investicijskim fondovima i zatvorenim investicijskim fondovima, s fokusom na primjenu Pravilnika o dozvoljenim ulaganjima. Rezultati su usmjereni na donošenje mjera putem postupka odlučivanja pred Komisijom.

Također, neposredan redovni nadzor u osam društava za upravljanje investicijskim fondovima i zatvorenim investicijskim fondovima, s naglaskom na usklađenost s propisima o sprečavanju pranja novca i finansiranje terorističkih aktivnosti.

Provedeni su posredni - vanredni nadzori u vezi sa skupštinama i radom različitih objekata. U nekim slučajevima su izdane naredbe za otkazivanje skupština. Komisija je donijela različite akte u 37 predmeta.

Sudski postupci su također bili prisutni, uključujući upravne sporove, prekršajne postupke, parnične sporove i krivične postupke. Komisija je sudjelovala u ovim sporovima i dala svoje stavove. Komisija je izdala 40 prekršajnih naloga pravnim i fizičkim licima, uključujući osobe odgovorne u pravnim licima, na osnovu rezultata svog nadzora.

U nastavku ćemo analizirati situaciju sa Komisijom RS.

Prema odredbama Zakona o tržištu vrijednosnih papira, Komisija vrši nadzor nad licima kojima daje dozvolu za rad, te nalaže mjere za otklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti.

Nadzor 2021.godine. Prema godišnjem izvještaju (Komisija za vrijednosne papire RS, 2021) Komisija je tokom prvog polugodišta 2021. godine provodila nadzor tržišta kapitala, uključujući nadzor trgovanja dionicama i poslovanja učesnika na tržištu vrijednosnih papira. Također su sprovedena tri postupka kontinuiranog nadzora nad berzanskim posrednicima, te su okončana dva redovna nadzora pokrenuta u 2019. godini. Sve te aktivnosti imaju za cilj osigurati pravilno funkcioniranje tržišta i poštivanje zakonskih propisa. U prvom polugodištu 2021. godine, vođena su dva kontinuirana nadzora i sedam redovnih nadzora.

Komisija je kontinuirano angažirana u obavljanju nadzornih funkcija kako bi osigurala integritet tržišta kapitala. Komisija nije primijenila posebne mjere u prvom polugodištu 2021. godine na temelju svojih ovlaštenja prema Zakonu o vrijednosnim papirima. Jedini izuzetak je bio slučaj kada je podnesen zahtjev za pokretanje prekršajnog postupka zbog kršenja zakonskih odredbi o tržištu vrijednosnih papira.

Nadzor 2020 godine. Prema godišnjem izvještaju (Komisija za vrijednosne papire RS, 2020) prvo polugodište 2020.godine obilježila je pojava pandemije koronavirusa (COVID19). Poštujući preporuke nadležnih organa u vezi sa pojavom koronavirusa, u cilju preventivnog djelovanja, Komisija je poduzela sve potrebne mjere kako bi zaštitila zdravlje zaposlenih u Komisiji i zdravlje lica koje imaju komunikaciju sa Komisijom. Obezbijeđen je kontinuirani rad Komisije i redovna komunikacija sa ovlaštenim učesnicima na tržištu i investicionom javnošću. Komisija je pokušavala da rizik eventualne zaraze svede na minimum.

Komisija je u prvom polugodištu 2020.godine sproveda kontinuirani nadzor nad trgovanjem dionica tri emitenta, te nad trgovanjem obveznicama kojima je emitent Republika Srpska, te je sproveda kontinuirani nadzor nad društvima za upravljanje investicionim fondovima u dijelu usklađivanja portfelja investicionih fondova kojima upravljaju, kao i kontinuirani nadzor nad jednim otvorenim investicionim fondom u pogledu ispunjenosti uslova za otkup udjela prenosom odgovarajućeg procenta svake vrste imovine.

Sprovedena su i tri postupka kontinuiranog nadzora nad berzanskim posrednicima i to nadzor nad dva brokersko – dilerska društva i nadzor nad odjeljenjem banke koja posluje sa

vrijednosnim papirima. U prvom polugodištu 2020. godine okončano je devet postupaka redovnog nadzora koji su pokrenuti u 2019.godini. Provedeno je šest redovnih nadzora nad tri berzanska posrednika, dvije kastodi banke i jednim društvom za upravljanje investicionim fondovima u dijelu poštovanja zakonskih i podzakonskih propisa u cilju sprečavanja malverzacija kao što je pranje novca, jedan nadzor nad Centralnim registrom kao depozitarom otvorenih investicionih fondova i jedan nadzor nad bankom depozitarom otvorenih investicionih fondova, kao i jedan nadzor društva koje upravlja investicionim fondovima u dijelu obračuna troškova na teret imovine otvorenih investicionih fondova. Komisija je okončala i dva postupka vanrednog nadzora, od kojih je jedan pokrenut 2018.godine, a drugi 2019.godine.

Tabela 5: Nadzorne aktivnosti prema predmetu nadzora/učesnicima na tržištu u prvom polugodištu 2020. godine.

Predmet nadzora/učesnici na tržištu	Broj nadzora
Trgovanje hartijama od vrijednosti emitenata	4
Berzanski posrednici	7
Društva za upravljanje	3
Investicioni fondovi	1
Kastodi banke	2
Banke depozitari	2
Centralni registar	-
Banjalučka berza	-
UKUPNO	19

Izvor: Autor završnog rada prema godišnjem izvještaju Komisije za VP RS

Prema vrsti nadzora, u prvom polugodištu 2020. godine vođeno je osam kontinuiranih, devet redovnih i dva vanredna nadzora. Komisija u prvom polugodištu 2020.godine nije izričala mjere u okviru svojih ovlaštenja iz člana 267. Zakona o tržištu vrijednosnih papira.

Nadzor 2019.godine. Prema vrsti nadzora, u izvještajnom periodu je vođeno 13 kontinuiranih, 16 redovnih i dva vanredna nadzora. Komisija je u ovom izvještajnom periodu provela različite oblike nadzora, uključujući nadzor nad trgovanjem dionicama pet emitenata, kao i nadzor nad

raznim ovlaštenim učesnicima na tržištu vrijednosnih papira. Ovi nadzori obuhvatali su berzanske posrednike, kastodi banke, društva za upravljanje investicionim fondovima i otvorene investicione fondove, među ostalima. Komisija je kontinuirano angažirana u nadzoru tržišta i učesnika, čime se doprinosi transparentnosti i integritetu tržišta hartija od vrijednosti.

Komisija je u ovom periodu izrekla tri mjere. Opomena je upućena jednom berzanskom posredniku (odjeljenje banke koje obavlja poslove s vrijednosnim papirima), jednom brokeru zaposlenom kod tog berzanskog posrednika, i jednom brokeru u brokersko-dilerskom društvu.

U ovom izvještajnom razdoblju izrečena je jedna mjera - privremena zabrana obavljanja brokerskih poslova jednom brokersko-dilerskom društvu na dva mjeseca zbog postupanja s nalogima povezanih lica.

6.3.2. Uspješnost nadzornih organa u sankcionisanju zloupotrebe tržišta u Hrvatskoj

Tržište kapitala u Hrvatskoj regulisano je Zakonom o tržištu kapitala. Kao „posljedica“ tog zakona osnovana je Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga - HANFA. HANFA vrši nadzor tržišta kapitala, dok se nadzor tržišta novca povjerava Hrvatskoj narodnoj banci. Sličan model organizacije postoji i u SAD. Nasuprot tome npr. u Njemačkoj postoji jedna integrisana institucija odgovorna za nadzor i tržišta kapitala i tržišta novca.

HANFA redovno objavljuje detaljne godišnje izvještaje, koji obuhvataju širok raspon informacija. Također, redovno objavljuje mjesečne izvještaje. Osim standardnih izvještaja, HANFA objavljuje godišnje izvještaje o korporativnom upravljanju, što predstavlja prednost kada je u pitanju transparentnost poslovanja učesnika na tržištu kapitala. U nastavku ćemo analizirati aktivnosti Komisije u periodu od 2017. do 2021.godine.

Pregled dostupnih izvještaja za 2021. godinu ukazuje na to da HANFA tokom te godine nije izrekla sankcije zbog nepravilnosti na finansijskim tržištima.

Tokom 2020.godine, HANFA je pokrenula dva prekršajna postupka pred nadležnim Općinskim sudom u Zagrebu. Ti postupci su se odnosili na područje tržišta osiguranja i kršenja Zakona o obaveznim osiguranjima u prometu. Od osnivanja institucije 1.januara 2006.godine do 31.decembra 2020.godine, ukupno je podneseno 496 prijedloga za pokretanje prekršajnih postupaka (HANFA, 2020).

HANFA se suočila sa šest upravnih sporova pred Općinskim sudom u Zagrebu. U tim sporovima, HANFA je dostavila traženu dokumentaciju sudu, pet sporova se odnosilo na odluke iz područja osiguranja, dok se jedan spor odnosio na odluke iz područja tržišta kapitala. Tri spora iz područja osiguranja su okončana, jer su tužitelji povukli tužbe, dok su tri spora još uvijek u toku (HANFA, 2020).

U 2020.godini HANFA je utvrdila osnove sumnje u počinjenju kaznenog dijela povrede tajnosti pisama i drugih pošiljaka, te je podnijela prijedlog za pokretanje kaznenog postupka u nadležnom tužilaštvu. Ovo kazneno djelo je opisano i kažnjivo prema članu 142. Stavka 1.Kaznenog zakona. Od svog osnivanja, do 31.decembra 2020.godine, HANFA je ukupno podnijela 50 kaznenih prijava.

Tokom 2019. godine HANFA je donijela 18 rješenja kojima je naredila da se otklone nezakonitosti koje su utvrđene u postupcima nadzora. U posmatranoj godini, HANFA je provela 217 posrednih nadzora nad emitentima, od čega se 131 posredni nadzor odnosio na objavljivanje propisanih informacija, 26 posrednih nadzora na sticanje i/ili otpuštanje dionica emitenta od strane osoba na rukovodećim pozicijama i 26 posrednih nadzora na sticanje i/ili otpuštanje vlastitih dionica i ostalih finansijskih instrumenta emitenta, dok su u 34 posredna nadzora nad emitentima provedene dodatne aktivnosti u smjeru traženja očitovanja od učesnika na tržištu kapitala (HANFA, 2019).

HANFA je donijela 2 rješenja na osnovu 34 provedena posredna nadzora, koja su fokusirana na unaprjeđenje internog sistema upravljanja u objavljivanju povlaštenih informacija kao i jedno rješenje kojim se prekida povremena obustava trgovinom vrijednosnim papirima. Tokom 2019.godine HANFA je provodila nadzor nad repliciranjem indeksa UCITS fondova (HANFA, 2019).

HANFA je provela posredni nadzor prikrivenog repliciranja indeksa u investicijskoj strategiji dioničkih UCITS fondova (engl.closet indexing, indeks hugging). Suština ovog problema leži u sumnji koja postoji u EU da se fondovima koji se oglašavaju kao aktivno upravljani zapravo upravlja na potpuno pasivan način, oslanjajući se na praćenje dioničkih berzovnih indeksa. Sa druge strane, praksa pokazuje da se uz ovu pasivnu strategiju naplaćuju veće naknade za upravljanje u usporedbi s aktivnim strategijama ulaganja. S ovim ciljem HANFA je tokom 2019.godine pokrenula nadzor nad 23 domaća fonda ovog tipa s namjerom utvrđivanja postojanja skrivenog indeksiranja UCITS fondova. Tokom provedenog nadzora utvrđeno je da postoji neusklađenost u javnom izvještavanju o indeksima / referentnim vrijednostima fonda u relevantnoj dokumentaciji UCITS fondova te u marketinškim materijalima, odnosno manjak jasnog deklariranja da li se radi o aktivnom ili pasivnom upravljanju fondom.

Tokom 2018.godine, HANFA je zaprimila 22 prijave sumnji na manipulaciju tržištem i dvije prijave sumnje na trgovanje na temelju povlaštenih informacija. Također, zaprimljene su dvije pritužbe i tri prijave od pravnih i fizičkih osoba koje su se odnosile na zloupotrebu tržišta, s ciljem identifikacije eventualnih nepravilnosti na tržištu. U svim tim slučajevima HANFA je utvrdila da se zaista radi o zloupotrebi tržišta i izdala rješenje kojima je naložen prekid takvih aktivnosti. Tokom 2018. godine provedeno je i 140 posrednih nadzora nad emitentima koji su se odnosili na transparentnost i objavljivanje informacija propisanih zakonom. Također je

provedeno 23 posredna nadzora koji su se odnosili na sticanje ili otpuštanje izdavatelja od strane osoba na rukovodećim pozicijama. Na temelju provedenih nadzora izdana su tri rješenja kojima su emitentima upućene opomene, a sve su se opomene odnosile na objavljivanje informacija.

Tokom posljednjeg kvartala 2017.godine, HANFA je započela redovan neposredan nadzor nad Zagrebačkom berzom, fokusirajući se na mjere i postupke koje berza treba poduzeti u skladu sa zakonom. Tokom iste godine, HANFA je zaprimila ukupno 12 prijava sumnji na manipulaciju tržištem i jednu prijavu sumnje na trgovanje na temelju povlaštenih informacija od strane Zagrebačke berze i investicijskih društava. Također, zaprimljeno je šest prijava od različitih fizičkih osoba te četiri pritužbe povezane sa zloupotrebom tržišta. Sve prijave i pritužbe detaljno su analizirane, prikupljeni su relevantni podaci i dokumentacija, te je provjeravala zloupotreba tržišta. Ukoliko se utvrdi osnovana sumnja vezano za zloupotrebu tržišta, relevantna dokumentacija se šalje nadležnim tijelima radi daljeg postupanja.

Tokom 2017.godine, HANFA je također provela nadzor nad vrijednosnim papirima koji su uvršteni na tržište, pri čemu je obuhvatila 130 emitenata dionica, i 11 emitenata obveznica. Tokom ovog nadzora nisu izrečene prekršajne mjere.

6.3.3. Uspješnost nadzornih organa u sankcionisanju zloupotrebe tržišta u Srbiji

Komisija za vrijednosne papire Srbije je ovlaštena za provođenje nadzora nad poslovanjem i funkcionisanjem tržišta u cilju otkrivanja potencijalnih zloupotreba tržišta. U nastavku ćemo analizirati aktivnosti Komisije u periodu od 2017. do 2021.godine.

Pregled aktivnosti tokom 2021.godine ukazuju na to da Komisija nije provela niti jedan postupak kontinuiranog nadzora nad organizatorom tržišta, odnosno nadzor nad berzom. Međutim, Komisija je nastavila analizirati izvještaje koje su u obavezi dostavljati određeni učesnici na tržištu.

Komisija je odgovorna za nadzor nad radom Centralnog registra. Tokom 2021.godine nisu provedeni postupci nadzora nad poslovanjem Centralnog registra, što se nije dogodilo ni u prethodnoj godini. Međutim, obavljena je analiza izvještaja koji se dostavljaju Komisiji.

Tokom 2021.godine Komisija je također provela nadzor nad investicijskim društvima i donijela rješenje o oduzimanju dozvole za obavljanje djelatnosti investicijskog društva zbog kršenja odredbi Zakona o tržištu kapitala prilikom obavljanja poslova brokera.

Također, u procesu nadzora nad depozitarima jednom depozitaru je oduzeta dozvola za rad, na zahtjev društva, dok je jednom fondu izdat nalog za brisanje iz registra zbog nepoštivanja zakonom propisanih zahtjeva.

Također, u procesu nadzora nad depozitarima, jednom depozitaru je oduzeta dozvola za rad na njihov zahtjev, dok je jednom fondu izdan nalog za brisanje iz registra zbog nepoštivanja zakonom propisanih zahtjeva.

Što se tiče nadzora nad sekundarnim tržištem, Komisija je u 2021. godini provela jedan nadzor zbog potencijalne manipulacije na financijskom tržištu, ali nisu poduzete sankcije ili mjere.

Kada je u pitanju period za 2020.godinu, Komisija nije sprovela nijedan postupak neposrednog nadzora, već je sprovodila postupak kontinuiranog nadzora nad poslovanjem organizatora tržišta, u toku koga je izvršena analiza 416 izvještaja i drugih akata koje joj je dostavio organizator tržišta (u istom periodu prethodne godine 460).

Komisija jednom godišnje sprovodi neposrednu kontrolu svih investicionih društava sa dozvolom za obavljanje te djelatnosti.

U navedenom periodu, Komisija nije provela nijedan neposredni nadzor nad poslovanjem Centralnog registra, što se nije promijenilo ni u prethodnoj godini. Umjesto toga, provodila se analiza 197 izvještaja i obavijesti (u prethodnoj godini 288) kao dio kontinuiranog nadzora.

Tokom ovog perioda, nije proveden nijedan neposredni nadzor nad poslovanjem organizatora Fonda. Komisija je provodila kontinuirani nadzor temeljen na analizi godišnjih izvještaja i kvartalnih izvještaja Fonda.

Na temelju dobijenih rezultata putem Matrice rizika i drugih relevantnih podataka prikupljenih tokom nadzora, Komisija je za 2020.godinu planirala provesti pet neposrednih nadzora brokersko-dilerskih društava. Od tih pet, četiri su provedena tokom 2020.godine, ali nisu rezultirala izricanjem kazni. Prema planu nadzora za 2019.godinu, provedena su dva nadzora investicijskih kompanija, ali ni u tom slučaju nisu izrečene sankcije.

U izvještajnom periodu usvojen je plan nadzora za 2021.godinu. Prema izvještaju Komisije za vrijednosne papire u 2020.godini izvršeno je pet neposrednih nadzora investicijskih kompanija u kojima su izrečene mjere (u prethodnoj godini 13). Zbog kršenja Zakona o tržištu kapitala, u postupku neposrednog nadzora, jednom društvu trajno je oduzeta dozvola za obavljanje djelatnosti investicionog društva. Također, za dva investiciona društva, oduzeta je dozvola za obavljanje djelatnosti na zahtjev društva (u prethodnoj godini pet).

Komisija je obradila 530 izvještaja investicionih društava. Komisija nije sprovela nijedan postupak neposrednog nadzora nad društvima za upravljanje investicijskim fondovima (u prethodnoj godini jedan). Izvršen je jedan nadzor zbog obavljanja djelatnosti bez dozvole Komisije.

Komisija je na sekundarnom tržištu vrijednosnih papira sprovela četiri postupka neposrednog nadzora u kojima su poduzete mjere odnosno sankcije, i tri postupka neposrednog nadzora po kojima nije bilo preduzetih mjera, odnosno sankcija.

U navedenom periodu, Komisija je donijela 38 podzakonskih akata, odnosno dokumenata za sprovođenje zakona (u prethodnoj godini šest).

U postupku kontinuiranog nadzora, Komisija je obradila 6994 izvještaja društava za upravljanje investicijskim fondovima, investicijskim fondovima i depozitarima (dok je u prethodnoj godini obradila 7061).

Prema izvještaju Komisije za vrijednosne papire, tokom 2019.godine nije izvršen nadzor nad organizatorom tržišta, kao niti nad centralnim registrom. Komisija je provela neposredni nadzor nad 13 investicijskih društava, u kojima su izrečene mjere, uglavnom zbog nepoštivanja odredbi Zakona o tržištu kapitala i drugih relevantnih akata. Jednom društvu je izrečena zabrana obavljanja djelatnosti u trajanju od 30 dana, dok je pet društava povuklo zahtjeve za izdavanje dozvola za obavljanje djelatnosti investicijskog društva.

Komisija je provodila kontinuirani nadzor nad 7061 izvještajem društava za upravljanje fondovima i kastodi banaka. Zbog pogrešnog obračuna neto vrijednosti imovine, broja i vrijednosti investicijskih jedinica za pet investicijskih fondova, Komisija je donijela rješenje o obustavi otkupa i kupovine investicijskih jedinica.

Što se tiče sekundarnog tržišta, Komisija je provela četiri nadzorna postupka u kojima su poduzete mjere i sankcije, te devet neposrednih nadzora u kojima nije bilo poduzetih mjera ili sankcija.

Kada je u pitanju 2018.godina, Komisija nije provodila neposredan nadzor nad radom berze, kao ni nad Centralnim registrom, već je redovno kontrolisala njihove izvještaje. Prema planu nadzora, obavljeno je šest neposrednih nadzora brokersko-dilerskih društava, pri čemu nije izrečena nijedna mjera sankcije ili zabrane. Tokom te godine, proveden je nadzor nad poslovanjem investicijskih društava, pri čemu su izrečene sankcije za dva društva, ali su te mjere izrečene na zahtjev društava.

Kada je u pitanju nadzor nad sekundarnim tržištem u 2018.godini, Komisija je provela osam postupaka neposrednog nadzora, pri čemu su poduzete mjere i sankcije, te pet postupaka neposrednog nadzora u kojima nije bilo poduzetih mjera ili sankcija.

Tokom 2017.godine, nisu poduzete mjere nadzora nad organizatorom tržišta kapitala, nego su sprovedeni postupci kontinuiranog nadzora nad njihovim poslovanjem. Analizirani su redovni izvještaji koje je Komisija dobila. Komisija je provela jedan neposredni nadzor nad poslovanjem

Centralnog registra, što je rezultiralo izdavanjem pismene opomene. Tokom godine, putem procesa kontinuiranog nadzora, analizirano je 307 izvještaja koje je dostavio Centralni registar.

Provedena su tri nadzora nad poslovanjem investicijskih društava, pri čemu su izrečene mjere i sankcije. U jednom slučaju dozvola za obavljanje djelatnosti je povučena na zahtjev samog društva. Kada je riječ o postupcima kontinuiranog i neposrednog nadzora nad brokersko-dilerskim društvima, Komisija je utvrdila neadekvatno postupanje sredstvima klijenata, kao i vođenje njihovih evidencija.

Na kraju, kada je riječ o nadzoru nad sekundarnim tržištem vrijednosnih papira, provedeno je 13 postupaka nadzora s poduzetim sankcijama, te 10 postupaka neposrednog nadzora bez poduzetih mjera ili sankcija. Također, proveden je jedan neposredni nadzor u kojem je podnesena krivična prijava.

7. ZAKLJUČAK

Temeljni dio ekonomskog sistema svake države čini finansijski sistem. Glavni element finansijskog sistema upravo čine finansijska tržišta. Finansijska tržišta su bitna jer ona čine strukture koje doprinose većoj efikasnosti u cijeloj privredi. Neefikasno funkcionisanje tržišta vodi ka zloupotrebi tržišta u vidu tržišnih manipulacija i trgovanja na temelju povlaštenih informacija, o čemu smo detaljno govorili u prethodnim poglavljima. Činjenica je da svako tržište mora funkcionisati u skladu sa zakonima i regulativama. Zbog kompleksnosti poslova na finansijskim tržištima nije dovoljno poznavati samo jedan zakon ili pravilnik. Razvoj savremenih finansijskih tržišta, poput onog u SAD-u odvijao se poprilično brzo, što je automatski impliciralo razvoj sistema savremenih finansijskih institucija.

U radu smo analizirali regulacije zloupotrebe tržišta u EU i SAD-u. Kako bi se smanjila mogućnost manipulacije, države implementiraju odgovarajuće direktive i uredbe.

U EU, regulatorno tijelo nazvano ESMA (nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržište kapitala) igra ključnu ulogu u regulaciji i nadzoru tržišta kapitala na nivou EU, dok nacionalni regulatori tržišta nadgledaju situaciju u svojim zemljama. Direktiva EU 596/2014 i Uredba o zloupotrebi tržišta (MAR) su ključni zakoni koji reguliraju tržišne zloupotrebe, kao što su manipulacija tržištem, insajdersko poslovanje i nezakonito otkrivanje insajderskih (povlaštenih) informacija.

U SAD-u nakon Velike krize 1929.godine usvojen je „New Deal“ program, koji je uključivao niz zakona usmjerenih na regulaciju finansijskog sektora radi sprečavanja prevara i poboljšanja informisanosti investitora.

Ključni zakoni koji su usvojeni u ovom kontekstu uključuju Zakon o vrijednosnim papirima iz 1933.godine (Securities Act of 1933) i Zakon o osnivanju Komisije za vrijednosne papire i tržišta iz 1934.godine (Securities Exchange Act 1934.)

Navedeni zakoni su postali temeljna regulativa za tržišta vrijednosnih papira u SAD-u i služe kao model za zakonodavstvo u drugim dijelovima svijeta. Osnovni ciljevi tih zakona uključuju pružanje informacija investitorima, regulisanje ponude i prodaje vrijednosnih papira, osiguranje transparentnosti i prevencija prevara.

U oba slučaja, regulative su usmjerene na osiguranje transparentnosti i integriteta tržišta kako bi se zaštitili investitori i spriječile manipulacije tržištima.

Prvo istraživačko pitanje bilo je da se identificiraju koje posljedice na tržište imaju manipulacije, prevare i zloupotreba povlaštenih informacija. Manipulacije, prevare i zloupotreba povlaštenih informacija mogu imati ozbiljne posljedice na finansijska tržišta. Navest ćemo posljedice koje se najčešće dešavaju:

- Smanjenje povjerenja investitora. Kada investitori postanu svjesni da su na tržištu prisutne manipulacije, to dovodi do smanjenja njihovog povjerenja u integritet tržišta. Na kraju to rezultira povlačenjem kapitala i smanjenjem aktivnosti na tržištu.
- Povećana oscilacija cijena i rizika na tržištu. Manipulacije mogu uzrokovati naglu promjenu cijena vrijednosnih papira, zahvaljujući lažnim informacijama i drugim nepoštenim praksama. Kada sudionici na tržištu sumnjaju da tržište nije pošteno, mogu se suzdržavati od ulaganja, što dodatno pojačava nestabilnost i volatilnost. To znatno otežava investitorima donošenje odluka na osnovu informacija koje posjeduju i povećava rizik ulaganja.
- Oštećenje integriteta tržišta. Manipulacije i prevare mogu dovesti do oštećenja integriteta tržišta, što može imati dalekosežne posljedice za cijelu ekonomiju. Direktno će se odraziti na gubitak radnih mjesta, pad tržišnog kapitalizma i otežan pristup kapitalu za kompanije.
- Pravne i regulatorne sankcije. Osobe ili organizacije koje su uhvaćene u manipulacijama i prevarama suočavaju se sa pravnim i regulatornim sankcijama, uključujući novčane kazne i zatvorske kazne.
- Finansijski gubici. Investitori i drugi učesnici na tržištu koji su žrtve manipulacija mogu pretrpjeti značajne finansijske gubitke.

U analizi slučajeva Goldman Sachs, Martha Stewart i Lumber Liquidators smo vidjeli praktično kakve posljedice su donijele jedne od najvećih finansijskih manipulacija na globalnom nivou. Iako ovi slučajevi zvuče samo kao problem koji se desio sa brojevima i komplikovanim transakcijama, srž ovih slučajeva je zapravo u ljudskoj tragediji, problem koji je napravila

ljudska pohlepa, prepotentnost i sebičnost, koja je stavljena ispred svega i svih, i koja je dovela do katastrofalnih posljedica na život i imetak hiljade ljudi.

Sve ovo zajedno povećava rizik na tržištima i čini ih manje predvidljivim. Kako bi se sačuvao integritet tržišta i smanjila volatilitnost uzrokovana manipulacijama, regulatorni organi provode nadzor i primjenjuju pravila i propise za sprečavanje takvih aktivnosti.

Drugo istraživačko pitanje u ovom radu bilo je : Da li postoji potencijalno rješenje za poboljšanje efikasnosti finansijskih tržišta u tranzicijskim zemljama?

Poboljšanje efikasnosti finansijskih tržišta u tranzicijskim zemljama zahtijeva sveobuhvatan pristup koji uključuje regulatorne promjene, edukaciju investitora, poticanje konkurencije, odnosno sloboda tržišnog učešća i međunarodna saradnja.

- Jačanje regulatornih okvira uključuje reviziju i jačanje zakona i propisa koji reguliraju tržište kapitala. To uključuje strožije provođenje propisa o transparentnosti, objavljivanju informacija i očuvanju povjerenja investitora u tržišta. Važno je uspostaviti dobre mehanizme za rješavanje sporova i zaštitu investitora.
- Također, edukacija investitora je ključna za poboljšanje njihove svijesti i sposobnosti donošenja odluka. Tranzicijske zemlje mogu ulagati u programe, edukacije, seminare i informacijske kampanje kako bi investitori bolje razumjeli svoja prava i obaveze. Informisani investitori su manje skloni velikim reakcijama na volatilitnost i manipulacije.
- Poticanje konkurencije je ključna stvar za poboljšanje efikasnosti. Regulatorna tijela trebaju potencirati otvorenost tržišta, kako bi novi učesnici mogli pristupiti tržištima. To uključuje olakšavanje postupka registracije i licenciranja za nove brokerske kuće i druge finansijske institucije. Konkurencija potiče bolje usluge, niže cijene i veću inovaciju.
- Međunarodna saradnja je od velikog značaja za tranzicijske zemlje, kako bi dijelile informacije, provodile istraživanja i zajedno se borile protiv raznih manipulacija. Ovo može uključivati saradnju sa ESMA-om. ESMA provodi svoju misiju u Evropskom sistemu finansijskog nadzora (ESFS) putem aktivne saradnje sa nacionalnim i drugim tijelima EU. Iako ESMA ima jedinstvenu ulogu fokusiranu na regulaciju unutar ESFS-a – fokusirajući se na regulaciju i nadzor vrijednosnih papira i finansijskih tržišta na nivou EU – ona blisko saraduje s nacionalnim nadležnim tijelima kako bi osigurala najefikasniju regulaciju i nadzor finansijskih tržišta EU u cjelini. S obzirom na sve veću integraciju između različitih finansijskih sektora, ESMA će u budućnosti poboljšati svoj rad s drugim tijelima i institucijama EU, posebno u pogledu sektora osiguranja i bankarstva, s Evropskim bankovnim tijelom (EBA) i Evropskim tijelom za osiguranje i profesionalne penzije (EIOPA).

Finansijska tržišta u tranzicijskim zemljama prolaze kroz kompleksnu transformaciju kako bi se prilagodila novom ekonomskom i regulatornom okruženju. Ključni problemi u ovim tržištima

uključuju nedostatak transparentnosti, netransparentno izvještavanje emitenta, i potrebu za usklađivanjem s EU direktivama.

U istraživanju koje smo proveli, možemo zaključiti da je Komisija za vrijednosne papire u Bosni i Hercegovini (BiH) u periodu od 2015. do 2021. godine provela niz nadzora nad različitim učesnicima na tržištu kapitala, uključujući emitenate, društva za upravljanje fondovima, brokerske kuće i banke depozitare.

Najvažniji podaci iz tabele prikazuju da su u posljednjim godinama bili vidljivi izazovi u obavljanju nadzora. Na primjer, u 2020. i 2019. godini nije bilo izvještaja o radu zbog nemogućnosti formiranja upravne strukture Komisije za vrijednosne papire. Također, u 2021. godini nije obavljen nijedan redovni nadzor učesnika na tržištu kapitala zbog nedostatka kvoruma u Komisiji.

Ovi izazovi ukazuju na potrebu za unapređenjem funkcionisanja nadzornih tijela na tržištima kapitala u BiH kako bi se osiguralo efikasnije i transparentnije tržište. Također, tekst sugerise na značajnu potrebu za usklađivanjem sa zakonima i pravilnicima koji regulišu tržište kapitala i sprečavaju zloupotrebu tržišta.

U zaključku, tekst ukazuje na izazove i nedostatke u nadzoru tržišta kapitala u BiH, ali također ističe važnost nadzornih aktivnosti i potrebu za poboljšanjem kako bi se osigurala transparentnost i zakonitost u poslovanju na tržištu kapitala.

Kada je riječ o finansijskom tržištu Hrvatske, iako su postojali slučajevi zloupotrebe tržišta i nadzor je bio aktivan u analiziranju takvih prijava, broj izrečenih sankcija i prekršajnih postupaka bio je relativno nizak, što može sugerisati da su tržište kapitala i njegovi učesnici relativno disciplinirani ili da su nadzorni organi imali ograničene resurse ili ovlasti za efikasno sankcioniranje zloupotreba.

Kada je riječ o finansijskom tržištu Srbije, Komisija za vrijednosne papire Srbije provodi razne oblike nadzora nad tržištem kapitala, iz izvještaja se može zaključiti da su mjere i sankcije relativno rijetke ili blage u odnosu na obim tržišta. To može sugerisati da postoje ograničenja u resursima ili ovlastima Komisije ili da su učesnici na tržištu relativno disciplinirani.

Navedene mjere zajedno mogu pomoći u stvaranju stabilnijih transparentnijih i konkurentniji finansijskih tržišta u tranzicijskim zemljama, što je najvažnija stvar za privlačenje investitora, stvarajući pri tome i podršku privrednom razvoju.

I na kraju, posljednje istraživačko pitanje bilo je : Da li i u kojoj mjeri nadzorni organi mogu spriječiti manipulacije na finansijskim tržištima?

Nadzorni organi imaju ključnu ulogu u očuvanju integriteta i sigurnosti finansijskih tržišta. Nadzorni organi donose i sprovode regulativu koja postavlja pravila koji se finansijske institucije i tržišta moraju pridržavati. Također, nadzorni organi aktivno prate tržište kako bi identificirali nepravilnosti i potencijalne manipulativne radnje. Na primjer, kroz analizu trgovačkih obrazaca i obimu transakcija mogu otkriti sumnjive aktivnosti. Putem istrage i sankcija mogu uticati na sprečavanje manipulacija. Također, usvajanjem internih politika i postupaka unutar finansijskih institucija može uticati na sprečavanje potencijalnih manipulacija.

Nadzorni organi često pružaju edukaciju finansijskim institucijama i investitorima o pravilima i rizicima na tržištu. Također, važna je i saradnja sa drugim regulatorima i agencijama kako bi se razmjenjivali podaci i informacije o sumnjivim aktivnostima.

Važno je napomenuti da potpuno sprečavanje manipulacija na finansijskim tržištima može biti izazovno, jer se manipulatori često prilagođavaju i pronalaze nove načine za obmanu sistema. Zato je kontinuirano praćenje, prilagođavanje regulative i saradnja međunarodnih regulatora ključna za održavanje integriteta finansijskih tržišta.

Blagovremeno i tačno objavljivanje informacija je od suštinskog značaja za vlasnika, potencijalne investitore, regulatorne organe i druge nosioce rizika poslovanja društva. Pristup informacijama od materijalnog značaja pomaže vlasnicima da zaštite svoja prava i da donose adekvatne ekonomske odluke.

Cilj čije ostvarenje treba biti među prioritetima jeste jačanje povjerenja učesnika na finansijskim tržištima. Država regulisanjem tržišta obavezuje sve učesnike na finansijskim tržištima da blagovremeno i javno objavljuju sve relevantne informacije. Također, u cilju zaštite investitora, potrebno je obezbijediti sankcionisanje bilo kojeg prestupa ili prekršaja na finansijskim tržištima. Na ovaj način se povećava efikasnost funkcionisanja finansijskog sistema, jača povjerenje učesnika i smanjuje mogućnost prevara i malverzacija.

Na kraju, u zemljama u tranziciji je neophodno poraditi na procesuiranju i kažnjavanju za prekršaje i krivična djela zloupotrebe tržišta. Tranzicijske zemlje bi trebale težiti boljem procesuiranju i kažnjavanju za prekršaje i krivična djela zloupotrebe tržišta po uzoru na Evropsku uniju i savremena finansijska tržišta.

REFERENCE

1. ADVFN. (2022). *New York Stock Exchange (NYSE)*. Dostupno na: <https://www.advfn.com/nyse/newyorkstockexchange.asp> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
2. Aggarwal, R., G. Wu, 2004. *Stock market manipulation---theory and evidence*. Unpublished Working Paper, University of Michigan.
3. Allen, F., D. Gale, 1992. *Stock-price manipulation*. *The Review of Financial Studies* 5, 503-529.
4. Bahmani-Oskooee, M, Chang, T, Chen, T, Tzeng, H., (2016): “*Revisiting the efficient market hypothesis in transition countries using quantile unit root test,*” *Economics Bulletin*, AccessEcon, vol. 36(4)
5. Baletić, Z., 1995. prema: Peračković, 2004, str. 489-490)
6. Banjalučka berza. (2022). Dostupno na: www.blberza.com (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
7. BankingHub. (2022). *Market Abuse Directive (MAD 2)*. Dostupno na: <https://www.bankinghub.eu/banking/finance-risk/market-abuse-directive-mad-2> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
8. Bazdan, Z. Fenomenologija burze. Case Study: *Povlaštene informacije, povlaštena trgovina i burzovna patologija*. str. 593. Dostupno na: http://staro.rifin.com/root/tekstovi/casopis_pdf/ek_ec_495.pdf (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
9. Beogradska berza. (2022). Dostupno na: http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/trzista_hartije (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
10. Bodie, Z, Kane, A, Marcus, A., (2014): *Investment*, McGraw-Hill Education, Asia Global Edition
11. Boston University School of Law. (2017). *Review of Banking and Financial Law*, 36, 144-158. Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. Boston.
12. Center for Ethical Organizational Cultures. *Martha Stewart Case*. Auburn University - Raymond J. Harbert College of Business. Dostupno na: <https://harbert.auburn.edu/binaries/documents/center-for-ethical-organizational-cultures/cases/martha-stewart.pdf> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
13. Centralna banka Bosne i Hercegovine (CBBH). (2022). Dostupno na: <https://www.cbbh.ba/press/edukacija/673> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
14. Deutsche Börse. (2022). *Historie der Frankfurter Wertpapierbörse*. Dostupno na: <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/unternehmen/frankfurter-wertpapierboerse/historie-der-fw> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).

15. ESMA 2023, *ESMA Strategy 2023-2028*. Dostupno na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_strategy_2023-2028.pdf (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
16. Euronext (2022). Dostupno na: <https://www.euronext.com/en> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
17. Evropska banka za obnovu i razvoj (European Bank for Reconstruction and Development). (2022). Dostupno na: <https://www.ebrd.com/cs/Satellite?c=Content&cid=1395237866249&pagename=EBRD%2FContent%2FContentLayout> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
18. Evropski parlament i Vijeće. (2014). *Direktiva 596/2014 Evropskog parlamenta i vijeća o trgovanju na temelju povlaštenih informacija i manipuliranju tržištem* (zloupotrebi tržišta). Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
19. Gandhi, P., Golez, B., Jackwerth, J. C., & Plazzi, A. (2019). Financial market misconduct and public enforcement: *The case of Libor manipulation*. *Management Science*, 65(11), 5268-5289.
20. HANFA. (2022). Dostupno na: www.hanfa.hr (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
21. Hautcoeur, P.C., (2006): *Why and how to measure stock market fluctuations?* The early history of stock market indices, with special reference to the French case. Dostupno na: <https://shs.hal.science/halshs-00590522/document> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
22. History Hub. (2022.). *Najveće burze u Europi*. Dostupno na: <https://hr.history-hub.com/najvece-burze-u-europi> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
23. Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga. (2020). *Godišnje izvješće 2020*. Dostupno na: https://www.hanfa.hr/media/6178/godisnje-izvjesce-2020_v11.pdf (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
24. Huang, Y. C., Chen, R. C., & Cheng, Y. J. (2005). *Stock manipulation and its impact on market quality*. National Kaohsiung First University of Science And Technology, Kaohsiung, 811.
25. IOSC (2000): Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>, (Pristupljeno: 1 Maj 2022).
26. IOSC (2000): *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*. Dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).

27. Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrijednosti i kretanjima na tržištu kapitala za 2020.godinu. Dostupno na: <https://www.sec.gov.rs/index.php/sr/>(Pristupljeno: 20 Jul 2022).
28. Khwaja, A. I., and Mian, A., 2005. Unchecked intermediaries: *Price manipulation in an emerging stock market*. Journal of Financial Economics 78, 203-241.
29. Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srpske. (2020). *Izveštaj o radu za 2020. godinu*. Dostupno na: <https://www.blberza.com/Pages/DocView.aspx?Id=89629> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
30. Komisija za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine. (2016). *Izveštaj o radu Komisije za vrijednosne papire Federacije Bosne i Hercegovine za 2016. godinu*. Dostupno na :http://www.komvp.gov.ba/site/index.php/o-komisiji/izvjestaji-komisije/item/izvjestaj-komisije-2016?category_id=10 (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
31. Llorente, G., R. Michaely, G. Saar, J. Wang, 2002. *Dynamic volume-return relation of individual stocks*. Review of Financial Studies 15, 1005-1047.
32. Makedonska berza. (2022). Dostupno na: <https://www.mse.mk/mk> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
33. Međunarodni monetarni fond (International Monetary Fund). (2000). *Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*. Dostupno na: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/110300.htm> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
34. Milošević M. (2018). *Razvoj i primena Arch i Garch modela u funkciji optimizacije strategije investiranja na finansijskim tržištima zemalja u razvoju*. Dostupno na: <https://educons.edu.rs/wp-content/uploads/2018/12/Doktorska-disertacija-Marko-Milo%C5%A1evi%C4%87.pdf>. (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
35. Mishkin, F. S., Eakins, S. G., *Financijska tržišta + institucije*, Mate, Zagreb, 2005.
36. Montenegro Stock Exchange. (2022). Preuzeto sa: <https://www.mnse.me/code/navigate.asp?Id=1> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
37. Office of Public Affairs. (2016). "*Lumber Liquidators Enters Into Corporate Resolution for Securities Fraud and Agrees to Pay \$33 Million*." Dostupno na: <https://www.justice.gov/opa/pr/lumber-liquidators-enters-corporate-resolution-securities-fraud-and-agrees-pay-33-million> (Pristupljeno : 20 Jul 2022).
38. Olgić D.B. (2012). *Uloga i utjecaj institucionalnih investitora na razvoj tržišta kapitala odabranih tranzicijskih zemalja i Republike Hrvatske*. Strana 63. Dostupno na: <https://repository.efri.uniri.hr/islandora/object/efri%3A34/datastream/PDF/view> (Pristupljeno 20 Jul 2022).
39. Olgić Draženović, B. (2015.): „*Modeli financijske supervizije i regulacije u zemljama EU-a*." Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/139706>. (Pristupljeno: 1 Maj 2022).
40. Penić J. (2017). *Najveće svjetske finansijske burze*. Dostupno na: <https://repozitorij.vuka.hr/islandora/object/vuka%3A743/datastream/PDF/view>. (Pristupljeno: 20 Jul 2022).

41. Pravilnik o načinu obavljanja nadzora na tržištu vrijednosnih papira. Službene novine Federacije BiH, br, 85(08).
42. Radonjić, O. (2005). *Struktura i osnovni principi funkcionisanja modernih finansijskih tržišta*. Bankarstvo, 34(1-4), 58-69. Preuzeto sa: http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2005/1_4/UBS-Bankarstvo-01-04-2005-Radonjic.pdf
43. Sarajevska berza. (2022). Dostupno na: www.sase.ba (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
44. Šeba, M. G. (2013). *Troškovi izdavatelja vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala*.
45. Slobodan Komazec i Žarko Ristić "Finansijska tržišta i berzanski menadžment", ISBN: 978-86-87867-11-6, EtnoStil, Beograd, 2011.
46. Stevanović M. (2012). *Finansijsko tržište sa posebnim osvrtom na devizno tržište*, str. 10. Preuzeto sa: <https://www.scribd.com/document/189731363/MR-Finansijska-Trzista-Sa-Posebnim-Osvrtom-Na-Devizno-Trziste>
47. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. (2000). *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*. Str. 8-10. Dostupno na: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
48. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. (2000). *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*. Str.11. Dostupno na: <http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156006/pillars/pdfs/bib/investigating.pdf> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
49. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2019). "SEC Charges Lumber Liquidators With Fraudulent Disclosures." Dostupno na: <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-29> (Pristupljeno 1 April 2022).
50. Unković M., Milosavljević M., Stanišić N., "Savremeno berzansko i elektronsko poslovanje", ISBN: 978-87-7912-307-7, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2010.
51. Vasiljević B.(2000). *Finansijsko poslovanje preduzeća na tržištu kapitala*
52. Vukoja, B., Unković, I., Unković, T., i Vukoja, B., (2017). *Efikasnost finansijskih tržišta*. Dostupno na: <http://www.quality.unze.ba/zbornici/QUALITY%202017/058-Q17-076.pdf>. (Pristupljeno: 20 jul 2022).
53. WallStreetMojo. (2022.). *Market Manipulation*. Dostupno na: <https://www.wallstreetmojo.com/market-manipulation/> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
54. Zagrebačka berza. (2022). Dostupno na: <https://zse.hr/hr/segmenti-trzista/96> (Pristupljeno: 20 Jul 2022).
55. Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata Republike Srpske, Z. BiH. Službeni glasnik RS, br, 47(06).
56. Zakon o tržištu vrijednosnih papira Federacije, Z. BiH. Službene novine Federacije BiH, br, 85(08).